

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
HEDGE SKLADI KOT ALTERNATIVNA
OBLIKA NALOŽBE

Ljubljana, september 2003

MIRANDA BEVC

IZJAVA

Študentka Miranda Bevc izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: _____ .

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	OPREDELITEV HEDGE SKLADOV	1
2.1	ALTERNATIVNE OBLIKE NALOŽB	1
2.2	DEFINICIJA HEDGE SKLADOV	2
2.3	RAZVOJ PANOGE	4
2.3.1	Zgodovina	4
2.3.2	Velikost in pomen hedge skladov danes	5
3	ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV	6
3.1	SPECIFIČNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	7
3.1.1	Aktivno upravljanje	7
3.1.2	Absolutni donos	7
3.1.3	Fleksibilnost pri izbiri trgov, finančnih produktov in tehnik investiranja	7
3.2	FINANČNE OMEJITVE PRI NALOŽBAH V HEDGE SKLADE	8
3.2.1	Upravljalci skladov kot partnerji	8
3.2.2	Minimalna investicija	8
3.2.3	Omejena transparentnost in likvidnost	9
3.2.4	Provizija	9
3.2.5	»High Water Mark«	9
3.2.6	»Hurdle rate«	10
3.3	PRAVNA PODLAGA	10
3.3.1	ZDA	10
3.3.1.1	Securities Act iz leta 1933	10
3.3.1.2	Securities Exchange Act iz leta 1934	11
3.3.1.3	Investment Company Act iz leta 1940	11
3.3.1.4	Investment Advisers Act iz leta 1940	11
3.3.2	EVROPA	12
3.3.2.1	Nemčija, Francija in Italija	12
3.3.2.2	Irska in Luksemburg	12
3.3.2.3	Švica	13
3.3.3	»Off-shore« območja	13
3.4	HEDGE SKLADI PO POSAMEZNIH DRŽAVAH	14
4	TEHNIKE IN STRATEGIJE INVESTIRANJA	14
4.1	TEHNIKE INVESTIRANJA	14
4.1.1	Denarne transakcije in transakcije z marginalnim računom	14
4.1.1.1	Nakup z marginalnim računom	15
4.1.1.2	Nekrita prodaja	15
4.1.2	Finančni vzvod	17
4.1.3	Izvedeni finančni instrumenti	18
4.1.4	Varovanje pred tveganjem	18
4.1.5	Arbitraža	18
4.2	STRATEGIJE INVESTIRANJA	19
4.2.1	PREGLED STRATEGIJ	19
4.2.1.1	STRATEGIJA DOLGIH/KRATKIH POZICIJ	19
4.2.1.2	STRATEGIJE RELATIVNE VREDNOSTI (ARBITRAŽNE STRATEGIJE)	21
4.2.1.2.1	Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti	22
4.2.1.2.2	Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa	22
4.2.1.3	Z DOGODKOM POGOJENE STRATEGIJE	24
4.2.1.3.1	Vrednostni papirji podjetij v težavah	24
4.2.1.3.2	Arbitraža združitve/tveganja	24
4.2.1.4	USMERITVENE STRATEGIJE	26
4.2.1.4.1	Makro skladi	26
4.2.1.4.2	Skladi trgov v razvoju	27
4.2.1.4.3	Skladi kratkih pozicij	28
4.2.1.4.4	Sektorski skladi	28
4.2.2	POMEN POSAMEZNIH STRATEGIJ	28
4.2.3	KROVNI HEDGE SKLADI	29
4.2.3.1	Upravljalci skladov razpolagajo z znanjem namesto investitorjev	29

4.2.3.2	Omogočen dostop do sicer težje dostopnih hedge skladov.....	29
4.2.3.3	Večja učinkovitost nadzora poslovanja specializiranih skladov.....	29
4.2.3.4	Možnost razpršitve premoženja ob istem investicijskem vložku.....	30
5	HEDGE SKLADI KOT ALTERNATIVNA OBLIKA NALOŽBE.....	30
5.1	MODERNA PORTFELJSKA TEORIJA.....	30
5.1.1	<i>Markowitzev model oblikovanja portfelja.....</i>	30
5.1.2	<i>CAPM model.....</i>	31
5.2	POSTMODERNA PORTFELJSKA TEORIJA.....	32
5.3	INVESTICIJA V HEDGE SKLAD KOT SAMOSTOJNA NALOŽBA.....	34
5.3.1	<i>Donosnost hedge skladov.....</i>	34
5.3.2	<i>Tveganje.....</i>	35
5.3.3	<i>Učinkovitost investiranja.....</i>	36
5.4	POMEN HEDGE SKLADOV KOT DEL PORTFELJA.....	38
6	PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE.....	41
6.1	PREDNOSTI.....	41
6.1.1	<i>Dostop do novih strategij.....</i>	41
6.1.2	<i>Fleksibilnost upravljavcev pri investiranju.....</i>	42
6.1.3	<i>Praviloma zelo usposobljeni upravljavci.....</i>	42
6.2	SLABOSTI.....	42
6.2.1	<i>Pomanjkljiv institucionalni nadzor.....</i>	42
6.2.2	<i>Poslovanje hedge skladov je lahko zelo tvegano.....</i>	43
6.2.3	<i>Nizka likvidnost.....</i>	43
6.2.4	<i>Nizka transparentnost panoge.....</i>	43
6.2.5	<i>Struktura stroškov.....</i>	43
6.2.6	<i>Nepopolni podatki o panogi.....</i>	44
7	SKLEP.....	44
	LITERATURA.....	46
	VIRI.....	47
	SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV.....	I

1 UVOD

Hedge skladi izvirajo iz leta 1949, ko je Alfred W. Jones prvi ustanovil sklad, ki je s pomočjo hkratnih dolgih in kratkih pozicij omogočal doseganje ciljne izpostavljenosti tržnemu tveganju. Prednosti takega investiranja so postale zanimive premožnim posameznikom, ki so iskali alternativo tradicionalnim oblikam naložb. Zaradi specifičnih pogojev investiranja v hedge sklade je panoga še vedno težje dostopna manjšim investitorjem, zato pa vedno večji delež investitorjev predstavljajo institucionalni investitorji, predvsem pokojninski skladi in univerze. Zadnja leta, v času manj stabilnih delniških trgov in visokih cen obveznic, iščejo tudi ostali investitorji alternativne oblike naložb in se odločajo za investiranje v hedge sklade. Panoga se razvija temu primerno; z razvojem različnih strategij investiranja nudi investitorjem različne profile naložb, krovni hedge skladi pa omogočajo tudi manjšim investitorjem vedno lažji dostop do teh naložb.

Kljub temu, da so hedge skladi najpomembnejši predstavnik skupine alternativnih investicijskih skladov, so predvsem v Evropi manj poznani. Zaradi precejšnje negativne publicitete imajo tudi tisti, ki sklade poznajo, popačeno predstavo o panogi: izredno tvegano poslovanje, špekulativno investiranje, negativni vpliv skladov na stabilnost kapitalskih trgov ipd. Namen diplomske naloge je objektivno predstaviti hedge sklade ter preučiti učinkovitost investiranja v sklade kot samostojno naložbo ter kot del portfelja.

V prvem delu je najprej predstavljen razvoj panoge od prvega sklada, ko so upravljavci poznali le eno strategijo investiranja, do heterogenosti in velikosti panoge, kot jo poznamo danes. V tretjem poglavju sledi predstavitev specifičnih značilnosti investiranja v hedge sklade ter opis pravne podlage za registracijo skladov v ZDA, Evropi ter v nekaterih »off-shore« območjih. Strategije investiranja in tehnike, ki jih pri tem uporabljajo upravljavci skladov, so predstavljene v poglavju 4. V petem poglavju sledi najprej predstavitev Markowitzeve teorije oblikovanja portfelja, nato pa preučitev učinkovitosti hedge skladov kot samostojne naložbe in kot del portfelja. V zadnjem delu diplomske naloge so povzete prednosti in slabosti investiranja v hedge sklade.

2 OPREDELITEV HEDGE SKLADOV

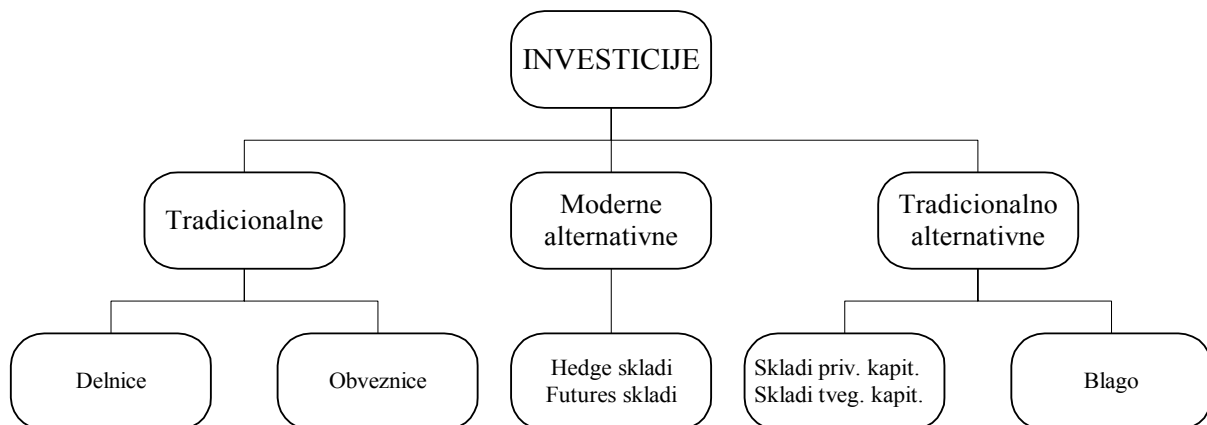
2.1 ALTERNATIVNE OBLIKE NALOŽB

Hedge sklade štejemo k skupini netradicionalnih oziroma alternativnih oblik investiranja. Medtem ko zajema pojem tradicionalnih naložb delnice, obveznice, gotovino, ostale vrednostne papirje ter tradicionalne investicijske sklade, spadajo k alternativnim naložbam naslednje investicijske oblike (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 15):

- Skladi tveganega kapitala (*ang. Venture Capital Funds*)
- Skladi privatnega kapitala¹ (*ang. Private Equity Funds*)
- Futures skladi² (*ang. Managed Futures Funds*)
- Hedge skladi (*ang. Hedge Funds*)
- Blago (*ang. Commodities*)

Schneeweis (Schneeweis, 2000, str.2) deli dalje alternativne oblike investiranja še na tradicionalne in moderne alternativne oblike, celotno razčlenitev pa ponazarja z naslednjim diagramom.

Slika 1: Razčlenitev oblik investiranja



Vir: Schneeweis, 2000, str. 2.

Uspešnost alternativnih oblik investiranja je odvisna predvsem od sposobnosti upravljavcev skladov in manj od tržnih gibanj naložb. Za celotno skupino so značilne tudi kompleksne strategije investiranja, nizka likvidnost, omejena transparentnost, njihova poglavitna karakteristika pa je nizka korelacija s tradicionalnimi oblikami naložb, zaradi česar so posebno uporabne pri oblikovanju razpršenega portfelja naložb (Blum, 1997, str. 11). Zato in zaradi sorazmerno visoke donosnosti teh skladov v zadnjih desetletjih volumen denarja, ki steka v alternativne sklade, strmo narašča. Hedge skladi zajemajo najširši spekter različnih strategij investiranja in so po velikosti najpomembnejši predstavnik znotraj skupine (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 15).

2.2 DEFINICIJA HEDGE SKLADOV

Sam pojem »hedging« pomeni zavarovanje, v primeru hedge skladov pa izraža pojem zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti. Investicijske tehnike, ki se uporabljajo v

¹ Skladi privatnega kapitala so širši pojem od skladov tveganega kapitala, saj za razliko od njih ne investirajo le v podjetja v zgodnjih razvojnih fazah, ampak tudi v kasnejših stopnjah financiranja podjetij (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 24-25).

² Futures skladi so včasih težko ločljivi od hedge skladov. Na trgu obstajajo prav toliko časa kot hedge skladi, vendar je panoga po volumnu desetkrat manjša. Pri strategijah investiranja so omejeni izključno na izvedene finančne instrumente in za razliko od hedge skladov regulirani s strani države.

namen imunizacije vrednosti premoženja, so nekrita prodaja (*ang. Short Selling*) in uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Prvotni hedge skladi v 60-ih letih, od koder izhaja izraz, so bili dejansko usmerjeni v takšno investicijsko politiko, danes pa ime »hedge sklad« zavaja, saj je postala panoga zelo raznolika. V to kategorijo se namreč štejejo tudi skladi, ki navedenih investicijskih tehnik ne uporabljajo le za varovanje pred tržnim tveganjem, temveč predvsem za doseganje višje donosnosti in so lahko tako celo bolj tvegani od tradicionalnih naložb (Wachberger, 2000, str. 5). »Hedge sklad« je torej zavajajoče ime za zelo heterogeno skupino modernih investicijskih skladov.

Prav zaradi raznolikosti celotne panoge zakonska opredelitev hedge skladov še vedno ne obstaja. V literaturi najdemo sicer razne poskuse definiranja panoge, ki temeljijo na različnih značilnostih hedge skladov, kot so: strategije investiranja, pripadajoča zakonodaja, stopnja tveganja ipd. Ene so bolj, druge manj natančne, med seboj pa se precej razlikujejo.

Bekier (1996, str. 121) se pri opredelitvi hedge skladov na primer osredotoča na njihovo izvzetost iz zakonskih omejitev glede investiranja. Definira jih kot šibko regulirane investicijske sklade brez ali z malo omejitvami glede uporabe naložbenih oblik, investicijskih tehnik in uporabe finančnega vzvoda. Crendova (1998, str. 24-25) definicija, na drugi strani, pa temelji na opisu upravljavca sklada. Hedge sklade opredeljuje kot osebne družbe, kjer upravljavec sklada kot komandist tudi sam nastopa v vlogi investitorja in pri operiranju na različnih trgih ni omejen glede uporabljenih tehnik in strategij investiranja. Tretji primer definicije je Sheedyjeva in McCrackenova (1997, str. 109) opredelitev panoge glede na stil investiranja – hedge skladi zasledujejo nekonvencionalni in agresivni stil investiranja z malo omejitvami.

Tudi trije največji ponudniki podatkovnih baz o hedge skladih *Van Hedge Fund Advisors* (v nadaljevanju: VAN), *TASS Management & Tremont Advisors* (v nadaljevanju: TASS) in *Managed Account Reports* (v nadaljevanju: MAR) vsak po svoje definirajo hedge sklade, vendar bolj natančno od že navedenih avtorjev. VAN, kot njihov predstavnik, opredeljuje posebej ameriške sklade in sklade v »off-shore« območjih. Prve opisuje kot osebne družbe, ki investirajo predvsem v tradicionalne naložbe in derivative. Komandist prejema poleg fiksne provizije (navadno 1%) običajno tudi 20-odstotno na uspešnost vezano provizijo. Večina hedge skladov uporablja tehnike zavarovanja tveganja - nekrito prodajo delnic, prodajne opcije ali druge oblike naložb. Drugo skupino pa opisuje kot vzajemne sklade, registrirane v enem od »off-shore« območij (Bermudski, Kajmanski otoki itd.), kar jim omogoča neomejeno uporabo tehnik za zavarovanje tveganja.

Poglavitni problem je v tem, da je tudi z izredno natančno definicijo težko zajeti celoten spekter hedge skladov in jih hkrati diferencirati od ostalih investicijskih skladov. Zato je v literaturi najpogosteje navedena definicija Cottiera (Cottier, 1997, str. 11), ki tako kot ostale ni popolna, se pa odlikuje s preprosto in široko opredelitvijo. Po Cottieru so hedge skladi torej vse oblike investicijskih skladov in osebnih družb, ki:

- uporabljajo izvedene finančne instrumente in/ali
- jim je dovoljena nekrita prodaja in/ali
- uporabljajo finančni vzvod.

2.3 RAZVOJ PANOGE

2.3.1 Zgodovina

Strategija zavarovanja pred tveganjem ni plod 20. stoletja, ampak v bolj primitivni obliki izvira že iz 17. stoletja, ko so na Japonskem proizvajalci riža že daleč pred sezono pridelka zavarovali določen nivo cene tako, da so se odpovedali deležu potencialnega dobička.

Hedge skladi, kot jih poznamo danes, izvirajo iz leta 1949, ko je Američan Alfred Jones ustanovil prvi sklad v obliki komanditne družbe (*ang. Limited Partnership*). Cilj sklada je bilo generiranje fleksibilnega portfelja, ki bi omogočal profitabilnost tako v obdobjih rastočih kot tudi padajočih trgov vrednostnih papirjev. Jones je oblikoval prvi model hedge skladov, ki je temeljil na dveh špekulativnih tehnikah investiranja: izkoriščanje finančnega vzvoda in uporabe nekrite prodaje. S portfeljem, sestavljenim iz 50% dolgih (*ang. Long Position*) in 50% kratkih pozicij (*ang. Short Position*), je omejil izpostavljenost tržnemu tveganju, s pomočjo izkoriščanja tujega kapitala pa je uspel zvišati donosnost.

Leta 1952 je Jones nadgradil svoj model hedge skladov z uvedbo na uspešnost vezane provizije, ki je znašala 20%. Tako so ob koncu leta 80% ustvarjenega profita prejeli komandisti (*ang. Limited Partners*), ostalih 20% pa komplementarji (*ang. General Partner*). Uspešnost modela je bila najbolj očitna leta 1988, ko so vzajemni skladi, kot predstavniki tradicionalnih oblik naložb, zaradi padajočih trgov vrednostnih papirjev samo v šestih mesecih izgubili v povprečju 24% celotnega premoženja, Jonesov hedge sklad pa je zabeležil triodstotno rast.

Poleg uspešno lansiranega Jonesovega sklada so bili v 50-ih letih ustanovljeni že tudi drugi skladi, kot npr. Warren Buffettov *Buffett Partners*, ki so po strukturi naložb že odstopali od originalnega modela. Panoga je doživela eksplozijo ustanovitev novih skladov v letih 1966-1968 (več kot 140), predvsem zaradi objave članka v reviji *Fortune*: »*The Jones nobody keeps up with*«. Članek, v katerem je bil med drugim prvič uporabljen termin »hedge sklad«, je pritegnil pozornost finančnih strokovnjakov s podatkom, da je v tem času Jonesov sklad tudi po odštetju 20-odstotne na uspešnost vezane provizije za 44% presegel donosnost takrat legendarnega vzajemnega sklada *Fidelity Trend*, v obdobju desetih let pa je presegel donosnost takrat najuspešnejšega vzajemnega sklada za 87%.

Ekspanzija hedge skladov je nato zamrla do leta 1975. Razlog je bil prvotno hitro rastoči delniški trg, na katerem so ponovno blesteli tradicionalni skladi. Nekateri hedge skladi so zato poskušali konkurirati tradicionalnim oblikam naložb s tem, da niso zavarovali premoženja pred tveganjem padca vrednosti in so se tako oddaljili od prvotnega modela hedge skladov.

Tako je večino presenetil nenaden padec delniških tečajev v začetku 70-ih let, zaradi česar se je volumen hedge skladov, merjen v premoženju, ki so ga upravljali, zmanjšal za kar 70%, več kot 30% skladov pa je prenehalo poslovati. Najboljši med njimi, npr. skladi Jonesa, Sorosa in Steinhardta, so preživeli to obdobje.

Leta 1986 se je po večletnem zatišju ponovno začelo razpravljati o uspešnosti hedge skladov. Povod je bil članek v *Institutional Investor* o hedge skladu *Tiger Fund* Juliana Robertsona, ki je v šestletnem obdobju v povprečju dosegel 43-odstotno donosnost v primerjavi z 18,7-odstotno donosnostjo delniškega indeksa S&P 500 (Pichl, 2001, str.3). Tako so bili ponovno ustanovljeni številni novi hedge skladi in razvite nove strategije investiranja. Obdobje ekspanzije se je nadaljevalo tudi v začetku 90-ih let, ko so hedge skladi izkoriščali obdobje nestabilnih menjalniških tečajev.³

Nato je leta 1994 ameriška centralna banka (*Federal Reserve Bank*) nepredvidoma zvišala obrestne mere in s tem negativno vplivala na panogo. S problemi dragega dolžniškega kapitala so se morali spoprijeti predvsem skladi, katerih strategija investiranja je vključevala visok finančni vzvod. Kriza v panogi se je še poglobila leta 1998 zaradi finančne krize v Rusiji in problemov v Aziji. Najbolj znana žrtev tega obdobja je sklad *Long Term Capital Management* (v nadaljevanju: LTCM)⁴. Posledično je sledilo zmanjšanje števila skladov in znižanje stopnje zadolženosti. Velikim, tradicionalnim hedge skladom so vedno uspešnejše konkurirali manjši skladi z zelo specializiranimi strategijami investiranja.

V zadnjih dveh letih je zaradi manj stabilnih kapitalskih trgov in podpovprečne donosnosti tradicionalnih oblik naložb panoga ponovno v vzponu.

2.3.2 Velikost in pomen hedge skladov danes

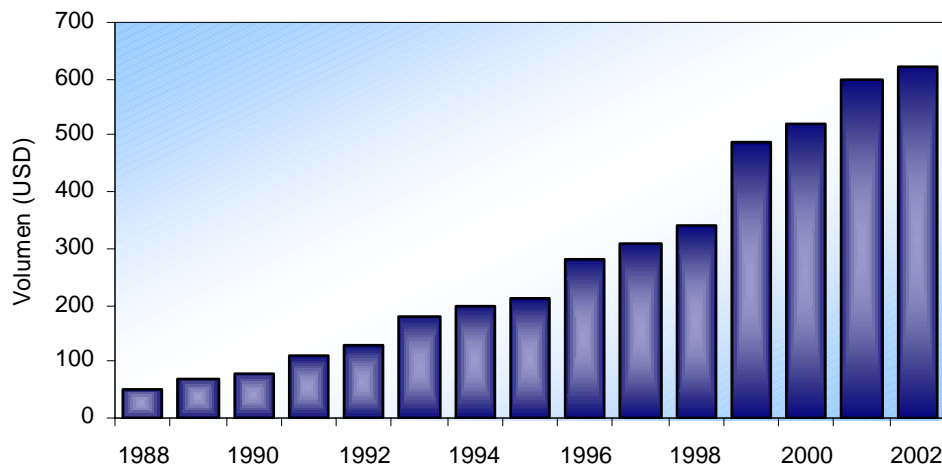
Po podatkih VAN (Van Hedge Fund Advisors, 2002) je v zadnjem desetletju število vseh hedge skladov v povprečju naraščalo po 20-odstotni letni stopnji. Še hitreje narašča volumen premoženja, ki ga upravljajo hedge skladi. Samo v ZDA je nivo upravljanega premoženja porasel iz 50 mlrd USD leta 1990 na 600 mlrd USD danes (Economist, 2003), na svetovni ravni pa dosega celotni volumen že skoraj 800 mlrd USD. Zadnji dve leti so bili zaradi nestabilnih finančnih trgov pritoki v panogo največji, tako da hedge skladi vedno uspešnejše konkurirajo vzajemnim skladom (Tchinkova, 2002, str. 80-81). Pomembni za ekspanzijo

³ Najbolj znan primer arbitraže iz tega obdobja je Sorosova nekrita prodaja angleškega funta (GBP) leta 1992, ki je predstavljena v poglavju 4.2.4.1.

⁴ LTCM sklad je bil ustanovljen leta 1994 kot sklad arbitraže s finančnimi instrumenti stalnega donosa (*ang. Fixed Income Arbitrage*), strategije investiranja pa so temeljile na sofisticiranih modelih odločanja. Priznana akademika, Nobelova nagrajenca Robert Merton in Myron Scholes sta se skupaj z izkušenimi arbitražerji (John Meriwether, David Mullen idr.) specializirala na izkoriščanje cenovnih nesorazmerij med povezanimi naložbami. Ker pa taka strategija omogoča le nizek donos, je bil sklad zelo zadolžen (s finančnim vzvodom 25:1, z upoštevanjem izvenbilančnih aktivnosti pa celo 500:1). Po izredno uspešnih obdobjih 1995 in 1996 je 3,6 mlrd USD vredni sklad leta 1998 zašel v težave. Vrednost aktive je strmo padala, stopnja zadolženosti pa se je tako še povišala. Kombinacija izredno visoke stopnje zadolženosti in velikosti posameznih pozicij bi brez intervencije države, pri kateri je sodelovalo 14 bank, povzročila propad sklada, škoda na svetovnih kapitalskih trgih pa bi bila ogromna (Ineichen, 2000, str.73).

panoge so tudi krovni hedge skladi, ki omogočajo lažji dostop do panoge manjšim investitorjem.

Slika 2: Volumen premoženja hedge skladov na svetovni ravni (v mio USD)



Vir: Economist, 2003.

V zadnjem času opravljene tržne raziskave napovedujejo vedno večjo popularnost hedge skladov med investitorji in posredno tudi pri finančnih svetovalcih in posrednikih. Raziskava Montgomery Partners (Van Hedge Fund Advisors, 2002), ki je zajemala več kot 6 milijonov premožnejših posameznikov, je na primer pokazala, da ima 61% anketiranih raje konstantni donos tako v obdobjih boljših kot tudi slabših razmer na trgu, trenutno pa jih predvsem zaradi slabe informiranosti o panogi (tudi tistih, ki se smatrajo za strokovne investitorje) v hedge sklade investira le 7%. Tchinkova (2002, str. 80-81) pa v svoji raziskavi ugotovlja, da je samo od leta 2000 do leta 2002 delež finančnih svetovalcev, ki v svojo ponudbo vključujejo tudi investiranje v hedge sklade, porasel s 5 na 21 odstotkov.

Uspešnost sklada je odvisna predvsem od sposobnosti upravljavcev ter investicijskih priložnosti in ne od velikosti sklada. Z večanjem premoženja je učinkovito investiranje pravzaprav vedno težje, saj je mogoče v posamezno pozicijo investirati le omejeno količino sredstev (Fung, Hsieh, 1999, str. 318-320), zato v zadnjih letih povprečna velikost hedge sklada pada. Približno 20% skladov z izkoriščanjem tržnih niš upravlja manj kot 5 mio USD, 15% jih upravlja več kot 100 mio USD vredno premoženje (2% celo več kot 500 mio USD), ostali pa se po volumnu uvrščajo med 5 in 100 mio USD. Samo 15% skladov upravlja 80% celotnega premoženja (Lhabitant, 2002, str. 13).

3 ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV

Značilnosti panoge je možno kategorizirati na več načinov, sama sem za boljšo preglednost združila posamezne karakteristike v tri skupine:

- Specifično upravljanje premoženja
- Finančne omejitve pri naložbah v hedge sklade
- Pravna podlaga

3.1 SPECIFIČNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

3.1.1 Aktivno upravljanje

Upravljalci hedge skladov dosežejo dodano vrednost z izkoriščanjem tržnih neučinkovitosti. Konkurenčno prednost gradijo na hitrem pridobivanju informacij, cenejšem dostopu do trga ter natančnih finančnih analizah o investicijskih priložnostih⁵. Ker je za panogo značilno, da je približno 80% uspešnosti sklada odvisne od njegovega upravljavca in le 20% od tržnih gibanj (v primeru vzajemnih skladov je razmerje ravno obratno), je sposobnost upravljavca ključnega pomena za uspeh (Ineichen, 2000, str. 59).

3.1.2 Absolutni donos

Vzajemni skladi svojo uspešnost primerjajo s povprečjem na trgu in se tako osredotočajo na doseganje čim višje donosnosti glede na izbrani investicijski stil in s tem povezani borzni indeks (*ang. Benchmark*) – v primeru pozitivnih tržnih gibanj je njihov cilj dosegati nadpovprečno visoke donose, v obratnem primeru, ko cene vrednostnih papirjev padajo, pa skušajo zabeležiti čim manjšo izgubo. Hedge skladi, na drugi strani, pa imajo popolnoma drugačno politiko investiranja. Zasledujejo namreč absolutni, vedno konstantni donos, ne glede na zunanje dejavnike. Za cilj si postavijo določeno stopnjo donosa in nato poskušajo minimizirati tveganje, ali pa si najprej postavijo ciljno raven tveganja in nato poskušajo doseči temu primeren čim višji donos (Hills, 1996, str. 32).

3.1.3 Fleksibilnost pri izbiri trgov, finančnih produktov in tehnik investiranja

Zaradi specifične pravne ureditve (poglavje 3.3) hedge skladi niso omejeni pri izbiri trgov, finančnih produktov in tehnik investiranja. Pri trgovanju poleg tradicionalnih oblik uporabljajo tudi izvedene finančne instrumente, investirajo lahko v manj likvidne naložbe in v vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi, kombinirajo dolge in kratke pozicije, s pomočjo finančnega vzvoda pa izkoriščajo tuj kapital za doseganje višje donosnosti. Posamezen sklad sicer ne uporablja nujno vseh naštetih strateških konceptov, omogočajo pa mu zmanjšanje tržnega tveganja in vplivajo na vrednost premoženja (Eichengreen, 1999, str. 13).

⁵ Trgovanje trenutno v ZDA najuspešnejše skupine hedge skladov *SEC Capital Advisors*, ki upravlja 4 mlrd USD vredno premoženje, znaša dnevno 3% celotnega prometa na newyorški borzi *New York Stock Exchange*, kar jih uvršča med 10 največjih trgovcev. S plačevanjem visokih provizij borznim posrednikom so si ustvarili zelo dober pritok informacij, to pa jim daje prednost pred ostalimi akterji na trgu (Vickers, 2003, str. 66-71).

3.2 FINANČNE OMEJITVE PRI NALOŽBAH V HEDGE SKLADE

VAN, ki razpolaga z največjo podatkovno bazo hedge skladov, nudi nazoren prikaz finančnih pogojev vseh skladov (Van Hedge Fund Advisors, 2003):

Tabela 1: Karakteristike hedge skladov

Karakteristike	Aritmetična sredina	Mediana	Modus
Minimalna investicija	630.729 USD	250.000 USD	250.000 USD
Število potrebnih dni za vstop	34	12	12
Število potrebnih dni za izstop	29	4	4
Upravljalna provizija	1,3%	1,0%	1,0%
Spodbujevalna provizija	16,7%	20%	20%
			DA
Sklad ima »hurdle rate«			18%
Sklad ima »high water mark«			87%
Upravljaavec ima 500.000 USD lastnega denarja v skladu			79%
Sklad ima lahko kratke pozicije			84%
Sklad lahko uporablja finančni vzvod			72%
Sklad uporablja derivative samo za zavarovanje tveganja, ali pa sploh ne			71%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2003, <http://www.vanhedge.com/charact.html>.

3.2.1 Upravljalci skladov kot partnerji

Upravljalci skladov so visoko kvalificirani in specializirani strokovnjaki, običajno z izkušnjami v investicijskem bančništvu (Lhabitant, 2002, str. 14). Hedge skladi jim z možnostjo dobrega zaslužka in s fleksibilnimi pogoji investiranja nudijo tako finančni kot strokovni izziv, zaradi česar privabijo predvsem najbolj ambiciozne upravljalce (Vickers, 2003, str. 66-71). Da bi preprečili njihovo nemoralno poslovanje, 80% skladov (tabela 1) zavaruje to tveganje tako, da morajo tudi upravljalci kot partnerji investirati lastna denarna sredstva v sklad, največkrat 500.000 USD. S tem tudi sami prevzamejo funkcijo investitorja in je njihova motiviranost za doseganje višje donosnosti na račun večje izpostavljenosti tveganju manjša⁶.

3.2.2 Minimalna investicija

Visok minimalni znesek investicije v hedge sklad je poleg tveganja propada sklada ključni vzrok za omejen dostop do panoge (Beike, Schluetz, 2001, str. 737). Glede na podatke VAN znaša minimalna investicija najpogosteje 250.000 USD, v povprečju pa celo več kot 600.000 USD. V zadnjem desetletju je sicer zaznati trend nižanja minimalnega vložka (Ineichen, 2000, str. 7), vendar v nekaterih skladih še vedno znaša tudi po več milijonov USD. Predvsem ameriški skladi so zaradi omejenega števila investitorjev (poglavje 3.3.1) primorani zahtevati visoko minimalno investicijo, da tako pridobijo željeno vsoto premoženja.

⁶ V poglavju 6.2.5 je opisana relativna neučinkovitost udeležbe upravljalcev v kapitalu sklada.

3.2.3 Omejena transparentnost in likvidnost

V interesu investitorjev je čim uspešnejše poslovanje sklada, visoka stopnja likvidnosti in transparentnosti pa bi to ovirala. V primeru, da bi lahko investitorji tako kot pri vzajemnih skladih dnevno vlagali in dvigovali sredstva iz hedge skladov, bi del sredstev ostal stalno neinvestiran, kar bi pomenilo oprotunitetni strošek. V ta namen so pri hedge skladih vpeljali minimalno obdobje investiranja in natančno opredeljene možne termine vstopa in izstopa iz sklada. Nakup in prodaja deležev v skladu potekata običajno vsako četrtertletje, medtem ko traja minimalno obdobje investiranja praviloma 1 leto, pri bolj priznanih skladih pa celo do nekaj let (Lhabitant, 2002, str. 16-17). Vsako željeno spremembo je potrebno tudi vnaprej napovedati (za nakup deleža običajno 12, za izstop iz sklada pa 4 dni) (glej Tab. 1, str. 8). Na ta način se lahko upravljavci osredotočijo predvsem na samo investiranje in ne toliko na stalne prilive in odlive sredstev.

Tudi za panogo značilna omejena transparentnost je rezultat težnje k čim bolj učinkovitemu poslovanju. Če bi ostali investitorji na trgu poznali naložbe in strategije hedge sklada, upravljavec ne bi mogel izkoriščati tržnih nesorazmerij.

3.2.4 Provizija

Upravljavci sklada prejmejo provizijo v dveh oblikah: upravljalno (*ang. Management Fee*) in spodbujevalno (*ang. Incentive Fee*). Upravljalna provizija, ki je običajna tudi za vzajemne sklade, predstavlja določen fiksni delež od celotnega volumna sklada. Praviloma se obračuna enkrat letno, njena višina pa se giblje med 1 in 3 odstotki premoženja. Namenjena je kritju operativnih stroškov. Za motivacijo upravljavcev pa služi predvsem relativno visoka spodbujevalna provizija, ki je vezana variabilno na uspešnost poslovanja sklada. Najpogosteje znaša 20%, sicer se pa pri vseh skladih giblje med 15 in 25 odstotki (Cottier, 1997, str. 36). Obračuna se letno kot delež novoustvarjenega premoženja.

3.2.5 »High Water Mark«

»High water mark« je prvi od dveh varnostnih ukrepov, ki služijo zaščiti investitorjev. Pojem je vezan na nivo premoženja sklada ob koncu določenega obdobja, ki pomeni mejo, katero mora sklad preseči tudi v naslednjem obdobju, preden si sme upravljavec obračunati spodbujevalno provizijo. To pomeni, da je upravljavec v primeru negativnega poslovanja sklada v določenem obdobju upravičen do variabilne provizije šele tedaj, ko z novoustvarjenim premoženjem poravnava celotno izgubo in preseže izhodiščni nivo premoženja. V nasprotnem primeru prejme le fiksni del provizije. Skoraj 90% skladov uporablja »high water mark«, in sicer z namenom, da upravljavci tudi v kriznih obdobjih poslujejo gospodarno.

Navidezno učinkovit varnostni ukrep ima tudi šibko točko. Upravljavec, ki doseže dobre rezultate v začetku leta in si tako zagotovi variabilni del provizije, je nato do konca leta

nagnjen k manj tveganemu poslovanju. V nasprotnem primeru pa želi upravljavec s slabimi rezultati čim prej nadoknaditi izgubo in investira bolj tvegano (Goetzmann, Ingersoll, Ross, 1998, str. 12). Liang (1999, str. 73) je dokazal, da »high water mark« kljub tej pomanjkljivosti vpliva pozitivno na donosnost sklada.

3.2.6 »Hurdle rate«

Nadaljnih 18% hedge skladov kot zavarovanje interesov investitorjev zahteva donosnost vsaj v višini minimalno tvegane naložbe (npr. kratkoročnih državnih obveznic) ali pa redkeje celo določenega delniškega indeksa (npr. S&P 500). V primeru, da zahtevana donosnost ni dosežena, upravljavec ni upravičen do variabilnega dela provizije. Zelo redki so hedge skladi z obema varnostnima ukrepoma, sicer pa se je v preteklosti za bolj uspešnega od obeh izkazal »high water mark« (Chandler, 1998, str. 33).

3.3 PRAVNA PODLAGA

Delovanje hedge skladov v predstavljeni obliki je mogoče le v primeru izoginitve zakonom, ki sicer omejujejo politiko investiranja investicijskih skladov. Zato morajo ustanovitelji hedge skladov povsod nekako obiti neposredne omejitve, pristopi pa se razlikujejo glede na zakonodajo posamezne države.

3.3.1 ZDA

Hedge skladi so navadno ustanovljeni v obliki komanditne družbe. Upravljavec sklada prevzame vlogo komandista, kar pomeni, da za poslovanje jamči z vsem svojim premoženjem⁷, ostali partnerji pa le v višini vložnega zneska. V zadnjih letih se ustanavljajo tudi hedge skladi, organizirani v obliki družbe z omejeno odgovornostjo (*ang. Limited Liability Company*), kjer tudi upravljavec za poslovanje sklada ne odgovarja neomejeno (Lake, 1999, str. 17).

Hedge skladi so organizirani tako, da se jim ni potrebno ozirati na restriktivne zahteve institucije Security and Exchange Commission⁸ (v nadaljevanju: SEC), ki nadzoruje trgovanje z vrednostnimi papirji v ZDA. Natančneje gre za štiri izmed zakonov, ki določajo regulativo SEC in posredno dovoljujejo delovanje hedge skladov (Klingersperger, 2000, str. 103-106):

3.3.1.1 Securities Act iz leta 1933

Securities Act 1933 regulira informiranje investitorjev o potencialni udeležbi v lastništvu posamezne gospodarske družbe ter samo izdajo in prodajo vrednostnih papirjev. Zakon

⁷ Najpogosteje je komandist organiziran kot družba z omejeno odgovornostjo, da ne odgovarja za poslovanje z osebnim premoženjem.

⁸ SEC je bila ustanovljena leta 1933 po zlomu ameriške borze leta 1929.

dovoljuje prodajo vrednostnih papirjev skladov, ki niso registrirani pri SEC, vendar imajo le-ti prepoved kakršnegakoli oglaševanja svojih finančnih produktov. Hedge skladom je prepovedano javno predstavljanje sklada (npr. na seminarjih), javna ponudba reklamnega materiala, v tiskanih medijih jim ni dovoljeno oglaševanje in dajanje intervjujev, na njihovih internetnih straneh pa je najpogosteje mogoče najti le ime družbe. Svoje produkte smejo prodajati le pooblaščenim (*ang. Accredited Investors*) ali v določenem primeru dobro poučenim investitorjem (*ang. Qualified Investors*). Obstajata namreč dve obliki skladov. Prva skupina sprejema le pooblaščenih investitorje, ki so definirani kot fizične osebe s premoženjem vsaj 1 mio USD oziroma vsaj 200.000 USD letnih prihodkov v zadnjih dveh letih (ali pa 300.000 skupaj s partnerjem). V primeru institucionalnih investitorjev mora premoženje, namenjeno za investicije, dosegati vsaj 5 mio USD. Druga skupina skladov pa sprejema le dobro poučene investitorje, ki morajo razpolagati s petkratnikom prej naštetih vsot. Šele ko interesent ustreza naštetim pogojem, dobi dostop do informacij o skladu (največkrat geslo za vstop na internetno stran). Vse poteka torej le nejavno v krogu potencialnih investitorjev.

3.3.1.2 Securities Exchange Act iz leta 1934

Securities Exchange Act 1934 zavezuje vse finančne posrednike k poročanju SEC o svojem poslovanju, hedge skladi pa se skušajo izogniti določbam tega zakona. Za finančne posrednike je značilno trgovanje z vrednostnimi papirji v imenu strank, kar pomeni, da se lahko hedge skladi izognejo tej obveznosti, če upravljavec ne trguje v imenu vlagateljev v sklad, ampak le preko lastnega trgovalnega računa.

3.3.1.3 Investment Company Act iz leta 1940

Naslednji relevanten zakon je *Investment Company Act 1940*, ki določa, da je sklad v določenem primeru izvzet iz omejitev SEC glede naložbene politike. Pri prvi od dveh že omenjenih skupin skladov mora biti število pooblaščenih investitorjev manjše od 100, pri drugi skupini, z dobro poučenimi investitorji, pa njihovo število ne sme presegati 499. Leta 1997 je namreč *National Securities Improvement Act* dovoljeno število povečal na 499⁹ (pri strožjih pogojih) in dovolil vlaganje pokojninskim skladom. Posledica omejitve števila potencialnih investitorjev so izredno visoki minimalni vložki v hedge sklade.

3.3.1.4 Investment Advisers Act iz leta 1940

Registracija upravljavca sklada pri SEC pomeni omejitev glede zaračunanja variabilne, na uspešnost vezane provizije. Zadnji izmed štirih zakonov, *Investment Advisers Act 1940*, oprošča registracijo v primeru, da upravljavec v zadnjih 12 mesecih ni upravljal premoženja več kot 14 skladov¹⁰. Ker je to praktično nemogoče, so skoraj vsi upravljavci hedge skladov neregistrirani (Cottier, 1997, str. 81).

⁹ Do začetka leta 1997 je veljala omejitev števila investitorjev na 100.

¹⁰ Pravzaprav jim ni dovoljeno upravljanje premoženja več kot 14 strank, vendar je možno tudi celoten sklad definirati kot eno stranko.

Strokovnjaki so upravičenost izvzetosti panoge iz regulacije SEC v preteklosti utemeljevali z dejstvom, da v hedge sklade investirajo izključno premožnejši posamezniki in institucije, ki so zmožni oceniti s tem prevzeto tveganje. V zadnjih letih pa se zaradi večanja števila skladov, ki so dostopni tudi manjšim investitorjem, pojavlja problem nezadostne regulative. Z namenom zaščite posameznih investitorjev pripravlja SEC nove zakone, ki bi naj poostriili nadzor nad hedge skladi (Economist, 2003).

3.3.2 EVROPA

Splošno velja, da je v Evropi zaradi bolj restriktivne zakonodaje glede politike investiranja precej manj registriranih hedge skladov kot v ZDA. Hedge skladi, registrirani v Evropski uniji, morajo upoštevati smernice *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (v nadaljevanju: UCITS), ki zelo omejujejo delovanje investicijskih družb, in jih legalno obiti. V skladu z UCITS je uporaba derivativov dovoljena le za zavarovanje tveganja, nekrita prodaja je prepovedana, manj likvidna sredstva lahko znašajo le največ 10% premoženja ipd. Dalje je potrebno pri ustanovitvi hedge sklada upoštevati tudi zakonodajo vsake posamezne članice. V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni hedge skladi v nekaterih investicijsko bolj konzervativnih državah Evropske unije, sledita Luksemburg in Irska (za hedge sklade bolj privlačni državi), nato pa še Švica, ki je izvzeta iz UCITS določil.

3.3.2.1 Nemčija, Francija in Italija

V teh državah je hedge skladov izredno malo. Na strani povpraševanja so tako posamezniki kot tudi institucionalni investitorji v preteklosti dajali prednost tradicionalnim oblikam naložb, na strani ponudbe pa zaradi zakonskih omejitev ni bilo dovoljeno ustanavljanje hedge skladov. Šele v zadnjih letih se je zaradi težnje po čim bolj razpršeni alokaciji premoženja panoga začela razvijati. V Nemčiji so se finančni posredniki znašli z izdajo indeksnih obveznic, vezanih na določen indeks hedge skladov. Tako lahko imetniki sodelujejo pri rasti premoženja hedge skladov, po enem letu lastništva pa so tudi oproščeni davka na kapitalski dobiček. V Franciji je dovoljeno le investiranje v »off-shore« hedge sklade, v Italiji pa so od leta 1999 naprej dovoljeni tudi doma ustanovljeni hedge skladi, vendar gre dejansko le za krovne sklade (Lhabitant, 2002, str. 34-39).

3.3.2.2 Irska in Luksemburg

Irska velja za najpomembnejšo »off-shore« območje v Evropi. Hedge skladi so najpogosteje ustanovljeni v obliki komanditne družbe, omejitve pri registraciji sklada pa se razlikujejo glede na ciljno skupino investitorjev¹¹. Za evropske razmere ugodna zakonodaja privablja predvsem tuje hedge sklade. V primeru, da so vsi investitorji takega sklada tujci, je sklad celo neobdavčen s strani Irske (Klingensperger, 2000, str. 112). Tako je le 38% hedge skladov, ki

¹¹ Ena od skupin so posamezni investitorji, ki morajo razpolagati z vsaj 1,25 mio EUR osebnega premoženja.

kotirajo na borzi v Dublinu, Irskih, volumen premoženja tujih investitorjev pa že za nekajkrat presega domače investicije v hedge sklade (Lhabitant, 2002, str. 38).

Tudi v Luksemburgu je že dolgo dovoljeno ustanavljanje hedge skladov, vendar zaradi nejasnosti omejitev naložbene politike do januarja 2000¹² le-teh skorajda ni bilo. V primerjavi z ostalimi državami Evropske unije je nova zakonodaja glede hedge skladov napredna, vendar Luksemburg še vedno ni protiutež investicijskemu centru v Dublinu. Predvsem za tuje hedge sklade je problem v tem, da mora celotno upravljanje sklada in njegov nadzor potekati v skladu z luksemburško zakonodajo (Cottier, 1997, str. 92).

3.3.2.3 Švica

V Švici so leta 1996 razvili inovativni koncept, s katerim so omogočili dostop do hedge skladov manjšim investitorjem in pripomogli k boljši transparentnosti panoge. Ustanovili so investicijske družbe (*ang. Investment Company*), neke vrste krovne hedge sklade, ki pa niso omejeni z zakonodajo o investicijskih skladih, ampak morajo upoštevati le delniško pravo. Podjetja kotirajo na švicarski borzi, hkrati pa so 100-odstotni lastniki hedge skladov, registriranih v »off-shore« območjih¹³. Investitorji enostavno kupujejo in prodajajo delnice teh podjetij na borzi in tako niso omejeni na minimalni vložek v sklad. Trženje »posrednih« hedge skladov ni le dovoljeno, ampak so podjetja po zakonu celo obvezana redno obveščati javnost o svojem poslovanju. Prednost je tudi v visoki likvidnosti, ki sicer ni značilna za hedge sklade (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 327).

3.3.3 »Off-shore« območja

Večina hedge skladov je ustanovljenih v »off-shore« območjih, saj so tako deležni prednostnega davčnega obravnavanja in veliko milejše zakonodaje glede politike investiranja. Glede na stopnjo reguliranosti deli Beike (2001, str. 55) »off-shore« območja v tri skupine. Najbolj svobodni pri poslovanju so skladi na Bahamskih otokih, Kajmanskih otokih, Britanskih deviških otokih in Nizozemskih Antilih. Njihova prednost so nizki stroški ustanovitve sklada, nizki administrativni stroški ter zelo ohlapne omejitve glede tehnik investiranja in uporabljenih finančnih instrumentov. Bermudski otoki, Jersey in Guernsey morajo kot del britanskega teritorija uporabljati strožjo zakonodajo. Najmanj liberalna pa je zakonodaja v evropskih »off-shore« območjih, Irski in Luksemburgu.

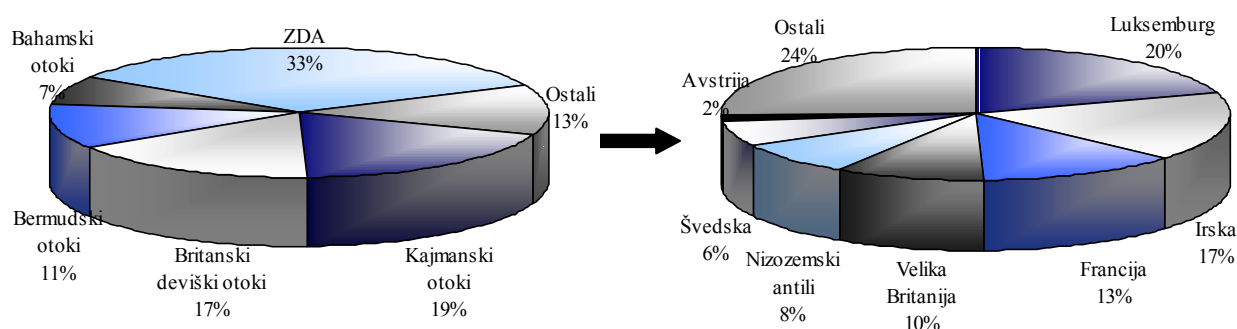
¹² Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) določa ustanovitev, delovanje in nadzor investicijskih skladov v Luksemburgu.

V marcu 1996 je banka Julius Baer & Co ustanovila prvo tako podjetje z imenom creInvest AG, ki je 100-odstotna lastnica hčerinskega podjetja creInvest Ltd. na Kajmanskih otokih. Podobna podjetja so še: Castle (LGT), Alpine Select (Citibank), Absolute Invest (Credit Suisse) itd.

3.4 HEDGE SKLADI PO POSAMEZNIH DRŽAVAH

Razporejenost hedge skladov po posameznih državah je odvisna od ugodnosti zakonodaje. Od treh največjih ponudnikov baz podatkov razpolaga le TASS s podatki o sedežu skladov, pa še ti žal upoštevajo tudi futures sklade, zaradi česar podatki niso povsem natančni. Kot je razvidno iz spodnjih grafov, so ZDA še vedno najbolj atraktivne za hedge sklade, sledijo pa jim štirje Karibski otoki. Malo več kot desetina vseh skladov ima sedež drugje, od teh je skoraj 40% ustanovljenih v Luksemburgu ali Irski.

Slika 3: Delež hedge skladov po svetu leta 2003



Vir: TASS Management & Tremont Advisors, 2003,
<http://www.tassresearch.com/overview.html>.

4 TEHNIKE IN STRATEGIJE INVESTIRANJA

Za lažje razumevanje strategij investiranja so najprej predstavljene specifične tehnike investiranja, ki omogočajo oblikovanje posamezni strategiji ustreznega portfelja, nato pa še posamezne strategije. Kot posebna kategorija hedge skladov so na koncu opisani tudi krovni hedge skladi (*ang. Fund of Funds*).

4.1 TEHNIKE INVESTIRANJA

4.1.1 Denarne transakcije in transakcije z marginalnim računom

Navadne, denarne transakcije (*ang. Cash Account Transactions*) pomenijo nakup in prodajo vrednostnih papirjev - cilj je prodati vrednostni papir po višji ceni od nakupne. Splošno manj običajne, vendar pri hedge skladih pogosto uporabljene transakcije z marginalnim računom (*ang. Margin Account Transactions*), pa pomenijo nakup ali prodajo vrednostnih papirjev, sposojenih od drugih finančnih posrednikov. To pomeni, da obstaja v transakciji poleg kupca in prodajalca tudi tretji člen, in sicer ponudnik vrednostnega papirja v najem. Obstajata dve vrsti transakcij z marginalnim računom: nakup z marginalnim računom (*ang. Buying on Margin*) in nekrita prodaja (Lhabitant, 2002, str. 61):

4.1.1.1 Nakup z marginalnim računom

Maržni nakup je uporaben tedaj, ko želi upravljavec sklada investirati v vrednostni papir, za katerega pričakuje porast cene v prihodnosti, vendar nima denarnih sredstev za nakup. Tako si od finančnega posrednika sposodi denar in kupi želeni vrednostni papir, kasneje pa odplača posojilo s pripradajočimi obrestmi. Če je takrat vrednost naložbe res višja kot ob nakupu, realizira hedge sklad dobiček (v primeru, da je kapitalski dobiček višji od plačanih obresti). Nakupi z marginalnim računom torej omogočajo hedge skladom investiranje višjega zneska kot znaša njihovo celotno premoženje, kar pomeni, da uporabljajo finančni vzvod (natančnejši opis uporabe finančnega vzvoda sledi v poglavju 4.1.2).

4.1.1.2 Nekrita prodaja

V primeru nekrite prodaje želi upravljavec sklada prodati vrednostni papir, saj predvideva padec njegove cene v prihodnosti. Ker vrednostnega papirja nima v lasti, poteka transakcija tako, da si ga najprej sposodi od imetnika vrednostnega papirja (proti določenemu jamstvu) in ga nato proda. Če so ocene upravljavca pravilne, lahko kasneje na trgu ponovno odkupi vrednostni papir po nižji ceni, ga vrne lastniku in s tem realizira želeni dobiček. V vlogi ponudnikov vrednostnih papirjev nastopajo predvsem banke, velike borzno-posredniške hiše ter institucionalni investitorji, kot so vzajemni in pokojninski skladi (Klein, Lederman, 1995, str. 239). Kot jamstvo zahtevajo praviloma vezavo denarnih sredstev v višini tržne vrednosti posojenega vrednostnega papirja, pri čemer se vezana sredstva obrestujejo po minimalni obrestni meri. To pomeni, da se v primeru padca cene vrednostnega papirja hedge skladu sprostijo del vezanih sredstev, v primeru dviga cene pa mora sklad vezati dodatna sredstva¹⁴. Ob koncu obdobja, ko sklad vrne izposojeni vrednostni papir, dobi denar nazaj, za izposojeno pa mora plačati določeno provizijo. Nekrita prodaja lahko služi trem različnim namenom (Blum, 1997, str. 20):

- Predstavljajo lahko stavo na precenjeno naložbo, katere vrednost bi se naj zmanjšala v prihodnosti.
- Služi lahko kot varovanje pred tržnim tveganjem (v ta namen je kratka pozicija običajno sestavljena iz terminskih pogodb).
- Nekrita prodaja prinese obresti na vezan denar.

V nadaljevanju je predstavljen primer nekrite prodaje ob dveh različnih scenarijih gibanja trga (glej Tab. 2, str. 16) in primerjava rezultatov z izključno dolgo pozicijo (glej Tab. 3, str. 16).

¹⁴ Na ta način so finančni posredniki zavarovani pred izgubo premoženja v primeru rastočega tečaja posojenega vrednostnega papirja. Lahko bi se namreč zgodilo, da posojilojemalci ne bi imeli dovolj sredstev za ponovni nakup vrednostnega papirja na trgu.

Tabela 2: Dobiček/izguba pri nekriti prodaji

Finančni pogoji			
Investicija	100.000USD		
Kratka pozicija	Prodaja delnice (brez dividend) v vrednosti 100.000 USD, provizija za izposajo 1%		
Dolga pozicija (tudi v primeru sprostitev vezanih sredstev)	Nakup blagajniških zapisov ameriške centralne banke za 100.000 USD, obrestna mera 6%		
Posojilo v primeru potrebe po dodatni vezavi	Obrestna mera 8%		
Predpostavke	Obdobje naložbe: 1 leto, dobiček/izguba potekajo linearno		
Scenarij 1	Tečaj delnice pade za 20%	Scenarij 2	Tečaj delnice naraste za 20%
Obresti iz blagajniških zapisov	6.000 USD	Obresti iz blagajniških zapisov	6.000 USD
Dobiček iz nekrite prodaje	20.000 USD	Izguba iz nekrite prodaje	-20.000 USD
5% obresti na vezana sredstva (6% - 1%provizija)	4.500 USD ¹⁵	5% obresti na vezana sredstva (6% - 1%provizija)	5.500 USD ¹⁶
6% obresti na investirani prosti kapital (blagajniški zapisi)	600 USD ¹⁷	8% obresti na kredit zaradi dodatne vezave	-800 USD ¹⁸
Dobiček	31.100 USD	Izguba	-9.300 USD
	31,1%		-9,3%

Vir: Lake, 1999, str. 92.

Celotni znesek 100.000 USD investiramo v blagajniške zapise, istočasno pa si sposodimo delnice od finančnega posrednika in jih prodamo. Vezana sredstva pri posredniku se nam obrestujejo po 6-odstotni obrestni meri, plačati pa mu moramo provizijo za izposajo v višini 1%. Glede na tržno vrednost izposojenih delnic je potrebno vezati še dodatna denarna sredstva (si jih izposoditi na trgu po obrestni meri 8%) ali pa se določen del sredstev sprostijo in jih je mogoče investirati v blagajniške zapise.

Tabela 3: Primerjava dobička/izgube med samo naložbo v delnice in nekrito prodajo

Scenarij 1: Tečaj delnice pade za 20%		Scenarij 2: Tečaj delnice naraste za 20%	
Nekrita prodaja	Naložba v delnice	Nekrita prodaja	Naložba v delnice
31.100 USD	-20.000 USD	-9.300 USD	20.000 USD
31,1%	-20%	-9,3%	20%

Vir: Lake, 1999, str. 91.

Iz obeh tabel je razvidno, da je v nasprotju z enostavnimi naložbami, kjer dosežemo dobiček oziroma realiziramo izgubo linearno, pri nekriti prodaji mogoče doseči tako nadpovprečno visoke donose kot tudi podpovprečno izgubo. Vzrok je dolga pozicija pri nekriti prodaji, ki igra v primeru rastočega trga vrednostnih papirjev funkcijo zavarovanja, v nasprotnem primeru pa multiplikator dobička – v obeh primerih je rezultat boljši. Obstaja pa tudi slaba stran nekrite prodaje; medtem ko lahko investitor s striktno dolgimi pozicijami ob negativnem

¹⁵ $(100.000 + 80.000) * 0,05 / 2$ ¹⁶ $(100.000 + 120.000) * 0,05 / 2$ ¹⁷ $(0 + 20.000) * 0,06 / 2$ ¹⁸ $-(0 + 20.000) * 0,08 / 2$

trendu naložbe izgubi maksimalno 100% vloženega kapitala (pa še to je tehnično nemogoče), je teoretična meja izgube pri nekriti prodaji neskončnost¹⁹. Na drugi strani pa je maksimalna donosnost pri nekriti prodaji omejena na 100% (v primeru, da bi padla tržna vrednost prodanega vrednostnega papirja na 0), medtem ko je lahko profitabilnost običajne naložbe neskončna.

Iz navedenega razloga obstajajo v skoraj vseh državah posebna zakonska določila o dovoljeni višini uporabe nekrite prodaje kot investicijske tehnike. V državah v razvoju z relativno manj stabilnim trgom kapitala je uporaba nekrite prodaje v celoti prepovedana, drugod pa vsaj omejena²⁰.

4.1.2 Finančni vzvod

Finančni vzvod pomeni, da sklad ne investira le lastnega kapitala, ampak tudi izposojena sredstva (Hills, 1996, str. 13).

$$\text{Finančni vzvod} = \frac{\text{dolge pozicije} + \text{kratke pozicije}}{\text{kapital}}$$

Hedge skladi izkoriščajo finančni vzvod z najetjem kredita, z nakupom in prodajo izvedenih finančnih instrumentov, nekrito prodajo ipd. (Pichl, 2001, str. 45). Dokler je donosnost sklada višja od obresti tujega kapitala, se z vsako dodatno enoto tujega kapitala poveča donosnost lastnega kapitala sklada. Iz tega logično sledi, da je v interesu sklada čim višja stopnja zadolženosti. Potrebno pa je upoštevati tudi tveganje nelikvidnosti, ki narašča z zadolženostjo. Nepredvideni dogodki na finančnih trgih lahko namreč povzročijo zmanjšanje vrednosti premoženja oziroma lastnega kapitala in posredno vplivajo na povišanje stopnje zadolženosti. V skrajnem primeru lahko pride do stanja, ko sklad ni zmožen poravnati obveznosti iz dolga (kot v primeru LTCM sklada leta 1998), investitorji pa izgubijo svoj delež premoženja. Ker višina finančnega vzvoda pri hedge skladih zakonsko ni omejena, investitorji vedno pogosteje sami nadzorujejo stopnjo zadolženosti (Pichl, 2001, str. 13).

Glede na raziskave VAN uporablja finančni vzvod dobrih 70% hedge skladov, vendar ima le slaba tretjina vseh skladov razmerje tujega proti lastnemu kapitalu večje od 2:1. Posamezne kategorije hedge skladov zahtevajo različno višino finančnega vzvoda, da dosežejo dovolj zanimivo raven donosnosti za investitorje. Medtem ko velja na primer finančni vzvod pri skladih dolgih/kratkih pozicij v višini 3:1 že za nadpovprečno visokega, je pri strategiji arbitraže s finančnimi instrumenti stalnega donosa v višini 20-40:1 popolnoma običajen. Zato je nadzor višine vzvoda smiseln le v primerjavi z volatilnostjo naložb posameznega hedge

¹⁹ V realnosti so dejansko prisotni primeri, ko zaradi nepričakovanega pozitivnega trenda potrebna sredstva za pokritev izgube dosežejo tudi večkratnik vloženega kapitala (Lake, 1999, str. 92).

²⁰ V ZDA je v uporabi t.i. pravilo "uptick-rule", ki dovoljuje nekrito prodajo le v primeru rastočega delniškega tečaja, institucionalnim investitorjem kot pokojninskim skladom pa celo prepovedana (Crerend, 1998, str. 16). Na Japonskem od 23. oktobra 1998 velja določilo, ki prepoveduje prodajo delnic v primeru padajočega trga, s čimer preprečijo velike padce tečajev zaradi poslov večjih tržnih udeležencev (Martinson, 1998, str. 24).

sklada in z občutljivostjo hedge skladov na ekstremne dogodke. Nižje kot je tveganje celotnega portfelja, višji je lahko finančni vzvod (Basso, 2000, str. 1).

4.1.3 Izvedeni finančni instrumenti

Hedge skladi investirajo v izvedene finančne instrumente (derivative), najpogosteje opcije in terminske pogodbe, ki so v prosti prodaji ali kotirajo na borzi. Značilnost derivativov je, da je njihova vrednost vezana na določeni finančni instrument ali indeks. Pomenijo pogodbo o pogojih nakupa oziroma prodaje osnovne naložbe v prihodnosti. Tako omogočajo špekulacijo na prihodnja gibanja finančnih trgov, po drugi strani pa je mogoče s kombinacijo osnovnih vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov izoblikovati tak portfelj, ki je poljubno izpostavljen tržnemu tveganju ali celo tržno nevtralen (Hull, 1998, str. 22).

4.1.4 Varovanje pred tveganjem

Tveganja, katerim so izpostavljeni hedge skladi, so: tveganje spremembe obrestne mere, valutno, tržno, kreditno tveganje itd. S kombinacijo izvedenih finančnih instrumentov in uporabo nekrite prodaje je mogoče nevtralizirati vsa tveganja, hedge skladi pa se najpogosteje zaščitijo pred tržnim tveganjem. Ena od možnih oblik zavarovanja naložbe pred izgubo vrednosti je hkratna dolga in kratka pozicija dveh »povezanih« naložb (pojem povezane naložbe se nanaša na visoko stopnjo medsebojne korelacije), saj je tako vrednost celotne naložbe nevtralna ne glede na tržno gibanje.

Medtem ko so prvotni hedge skladi uporabljali tehnike varovanja izključno kot zaščito pred izpostavljenostjo tržnemu tveganju, obstajajo danes tudi skladi, katerih strategije investiranja temeljijo na predvidevanju in izkoriščanju tržnih gibanj v prihodnosti (usmeritveni skladi, ki so predstavljeni v poglavju 4.2.1.4). S pomočjo investicijskih tehnik oblikujejo tak portfelj naložb, da so ciljno izpostavljeni tržnemu tveganju.

4.1.5 Arbitraža

Pri hedge skladih se nanaša pojem na izkoriščanje ocenjenih nesorazmernosti cen in neučinkovitosti na finančnih trgih. Ko upravljavec zazna nesorazmerje med cenami dveh »povezanih« naložb, lahko z določeno kombinacijo nasprotnih si naložb (dolga in kratka pozicija) izniči tržno komponento in tako ne glede na dogajanje na trgu realizira dobiček. Ker pa so ta nesorazmerja praviloma redka in je realiziran dobiček zelo nizek, se ta tehnika uporablja skoraj izključno skupaj z izkoriščanjem finančnega vzvoda.

4.2 STRATEGIJE INVESTIRANJA

Heterogenost panoge ne otežuje le opredelitve hedge skladov, ampak tudi njihovo kategoriziranje. Ker je njihovo investiranje precej bolj kompleksno kot v primeru vzajemnih skladov, bi bilo kategoriziranje na podlagi geografske, panožne alokacije ter na podlagi različnih oblik naložb površno. Pri hedge skladih namreč ni bistveno, kam in v kaj investirajo, temveč predvsem, kako oblikujejo portfelj naložb, ki jim omogoča izkoriščanje neučinkovitosti na finančnih trgih ter doseganje ciljne donosnosti in izpostavljenosti tržnemu tveganju. Iz tega sledi, da je najbolj smiselna kategorizacija na podlagi različnih strategij investiranja (Beike, Schluetz, 2001, str. 740).

V literaturi in pri svetovalskih podjetjih je mogoče zaslediti ogromno različnih klasifikacij strategij, ki vsaka po svoje poskušajo zajeti vse različice hedge skladov in jih sistematično uvrstiti v eno od skupin strategij. Tako so posamezne klasifikacije različno popolne, iste strategije so različno poimenovane, nekateri avtorji posamezne strategije delijo še bolj natančno v različne podstrategije ipd. Kljub razlikam med njimi večina avtorjev priznava tri osnovne kategorije hedge skladov, in sicer strategije relativne vrednosti/arbitražne strategije (*ang. Relative Value/Arbitrage*), z dogodkom pogojene strategije (*ang. Event Driven*) in strategije dolgih/kratkih pozicij (*ang. Long/Short*). Pogosto priznavajo tudi četrto kategorijo s preostalimi strategijami, vendar je njeno poimenovanje neenotno. Ineichen (Ineichen, 2000, str. 20) jo na primer imenuje oportunistična, Lhabitant (2002, str. 60) pa usmeritvena (*ang. Directional*). Večina avtorjev, med njimi tudi že omenjeni ponudniki podatkovnih baz o hedge skladih MAR, TASS in VAN, pa zadnje kategorije ne priznavajo ter uvrščajo vse preostale strategije kar pod kategorijo dolgih/kratkih pozicij. V diplomskem delu je predstavljena klasifikacija strategij po Lhabitantu (Lhabitant, 2002, str. 77-122).

4.2.1 PREGLED STRATEGIJ

4.2.1.1 STRATEGIJA DOLGIH/KRATKIH POZICIJ

Skladi z dolgo/kratko pozicijo so tradicionalni hedge skladi, kakršne je uvedel že Alfred W. Jones. Strategija je sestavljena iz dolgih in kratkih pozicij, kar pomeni, da lahko upravljavec investira tako v precenjene kot podcenjene naložbe. Tako se za strategijo uporablja tudi izraz »strategija dvojne alfe«²¹.

Sledi primer uporabe strategije z opisom posameznih korakov. Upravljavec razpolaga z 1000 USD kapitala, ki ga želi investirati v po njegovem mnenju precenjeno delnico A in podcenjeno delnico B:

- Kupi za 900 USD delnic A.
- Nekrito proda za 900 USD delnic B, ki si jih sposodi od finančnega posrednika. Kot jamstvo mora vezati 900 USD (0,5% mesečna obrestna mera) ter mu konec obdobja plačati 1% provizijo.
- Pri posredniku mora vezati tudi približno 10% kratke pozicije kot zaščito pred potencialno izgubo z nekrito prodajo (0,5% mesečna obrestna mera).

Tako je iz 1000 USD prvotnega vložka nastala 2800 USD vredna naložba (900 USD dolga pozicija, 900 USD kratka pozicija, 900 USD vezava sredstev pri finančnem posredniku in 100 USD kot zaščita pred izgubo vrednosti), kar pomeni, da strategija avtomatično vključuje izkoriščanje finančnega vzvoda.

Če je obdobje investicije le 1 mesec in če vrednost delnice A naraste iz 10 USD na 11 USD ter konec meseca vključuje tudi dividendo v višini 1 USD, vrednost delnice B pa pade iz 10 USD na 9,5 USD, je donosnost oblikovane naložbe konec meseca sledeča:

Tabela 4: Dobiček portfelja v primeru apreciacije delnice A in depreciacije delnice B

	Relativna sprememba (%)	Dobiček/izguba (v USD)
Dobiček iz nakupa delnice A	20	180,0
Dobiček iz nekrite prodaje delnice B	-5	45,0
Obresti na vezana sredstva	0,5	4,5
Obresti na likvidnostni vložek	0,5	0,5
Provizija na izposojlo delnic	0,1	-0,9
Celotni dobiček		229,1

Vir: Lhabitant, 2002, str. 80.

Mesečna donosnost strategije znaša 22,91%, v primeru oblikovanja portfelja z dolgima pozicijama tako v delnicah A kot B (450 USD v vsaki naložbi) pa bi znašala mesečna donosnost le 7,5% (20-odstotni dobiček iz nakupa delnic A – 5-odstotna izguba iz nakupa delnic B).

Prednost strategije je v tem, da se lahko upravljavec delno zmoti pri oceni precenjenih oziroma podcenjenih vrednostnih papirjev (ko ceni obeh vrednostnih papirjev porasteta ali padeta), portfelj pa bo kljub temu profitabilen. Pomembno je le, da ustvari z dolgo pozicijo višji dobiček kot znaša izguba iz nekrite prodaje. V spodnji tabeli je predstavljen primer, ko tudi vrednost delnice B naraste, in sicer iz 10 USD na 10,5 USD. V tem primeru je mesečna donosnost portfelja 13,91%, kar je še vedno več kot bi dosegli samo z dolgimi pozicijami (donosnost bi znašala 12,5%).

²¹ Alfa (α) meri dodano vrednost upravljavca k uspešnosti sklada (poglavje 5.1.2).

Tabela 5: Dobiček portfelja v primeru apreciacije delnic A in B

	Relativna sprememba (%)	Dobiček/izguba (v USD)
Dobiček iz nakupa delnice A	20	180,0
Dobiček iz nekrите prodaje delnice B	-5	-45,0
Obresti na vezana sredstva	0,5	4,5
Obresti na likvidnostni vložek	0,5	0,5
Provizija na izposojlo delnic	0,1	-0,9
Celotni dobiček		139,1

Vir: Lhabitant, 2002, str. 79.

Dve naložbi običajno med sabo delno pozitivno korelirata, zato je mogoče s kombinacijo obeh razpršiti tveganje. Če pa iz istih dveh naložb ustvarimo kombinacijo nasprotnih si pozicij, je njuna medsebojna korelacija negativna, kar pomeni še nižjo izpostavljenost tržnemu tveganju. Višja kot je stopnja pozitivne korelacije med dvema nasprotnima si naložbama, bolj je portfelj zavarovan pred tržnim tveganjem (Beike, Schluetz, 2001, str. 732).

V skladu s podatki TASS (TAAS Management & Tremont Advisors, 2003) je ta kategorija hedge skladov s 30-odstotnim deležem v celotni panogi še vedno najpogostejša. Zaradi boljših pogojev za to kategorijo hedge skladov v ZDA kot v Evropi (večja likvidnost, širši spektrum delnic, lažja nekrите prodaja), so skladi še vedno skoncentrirani predvsem na ameriškem trgu, zaznati pa je že trend selitve v Evropo (Wachberger, 2000, str. 29-32). Zanimivo je, da izhajajo upravljalci teh skladov pogosto iz vzajemnih skladov, ki s prestopom v panogo hedge skladov samo razširijo investicijsko politiko s konceptom nekrите prodaje in možnostjo izkoriščanja finančnega vzvoda.

4.2.1.2 STRATEGIJE RELATIVNE VREDNOSTI (ARBITRAŽNE STRATEGIJE)

Strategije relativne vrednosti oziroma arbitražne strategije izkoriščajo nesorazmerja v cenah medsebojno povezanih ali visoko koreliranih vrednostnih papirjev. Ime te kategorije strategij zavaja, saj rezultat arbitraže pri hedge skladih ni popolno izničenje tveganja. Razlog je ta, da je s kombinacijo dolgih in kratkih pozicij medsebojno povezanih naložb sicer mogoče izničiti ali vsaj omejiti tržno tveganje, vendar ti vrednostni papirji vsebujejo tudi ostale oblike tveganj, kot na primer tveganje spremembe obrestne mere.

Pri arbitražnih strategijah gre za odkrivanje začasnih relativnih nesorazmerij v cenah povezanih vrednostnih papirjev, arbitraža pa je donosna le v primeru ponovne vzpostavitve tržnega ravnotežja. Pri tem ni pomembna absolutna sprememba vrednosti posamezne od nasprotnih si pozicij, ampak le relativna sprememba njune vrednosti. K tej kategoriji spadata dve strategiji: arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti (*ang. Convertible Arbitrage*) in arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa (*ang. Fixed Income Arbitrage*), za kateri sta značilni nizka volatilitetnost in nizka korelacija s trgom.

4.2.1.2.1 Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti

Strategija temelji na zamenljivih finančnih instrumentih, največkrat so to zamenljive obveznice ali zamenljive prednostne delnice z opcijo menjave v navadne delnice istega podjetja. Upravljavci kupijo podcenjene zamenljive vrednostne papirje²², s kratko pozicijo v navadnih delnicah pa se zavarujejo pred tržnim tveganjem. Za zvišanje donosnosti uporabljajo finančni vzvod, običajno v višini 2-10:1. Zamenljive vrednostne papirje razumejo kot opcijo, njihovo nizko ceno pa kot podcenjeno prihodnjo volatilitnost navadne delnice. Z uporabo *Black-Scholes* modela za vrednotenje opcij²³, v katerega vključijo kot spremenljivko lastno oceno volatilitnosti, izračunajo realno vrednost zamenljive obveznice ali prednostne delnice. Da izničijo tržno tveganje, morajo oblikovati tak portfelj nasprotnih si naložb, da je razmerje med kratko in dolgo pozicijo delta nevtralno²⁴. Delta (δ) meri občutljivost zamenljivega vrednostnega papirja na spremembo cene delnice in je definirana kot (Lhabitant, 2002, str. 87):

$$\delta = \frac{\text{sprememba cene zam. vrednostnega papirja}}{\text{sprememba cene delnice} \times \text{koeficient zamenjave}}$$

Tako na primer δ v višini 0,52 pove, da se v primeru zvišanja cene delnice za eno enoto vrednost zamenljivega vrednostnega papirja poveča za 0,52 enote (pri koeficientu zamenjave 1). Če upravljavec tako na enoto dolge pozicije proda 0,52 navadne delnice, je tak portfelj tržno nevtralen.

Kljub navidezno enostavni logiki strategija dejansko ni preprosta. Po tem, ko upravljavec odkrije podcenjeno zamenljivo obveznico, mora v prvem koraku preveriti, če je nekrita prodaja ustrezne delnice sploh mogoča, nato pa še, če visoki transakcijski stroški ne izničijo donosnosti arbitraže. Upoštevati mora tudi različna tveganja, kot na primer tveganje izplačila dividend in likvidnostno tveganje. Izplačilo dividend namreč poruši delta nevtralnost, pri likvidnostnem tveganju pa gre za tveganje povečanja razlike v likvidnosti kratke in dolge naložbe, ki se posredno odraža v povečanju razlike med nakupno in prodajno ceno tega zamenljivega vrednostnega papirja.

4.2.1.2.2 Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa

Upravljavci te skupine hedge skladov izkoriščajo nesorazmerja med cenami medsebojno povezanih naložb s stalnimi obrestmi in njihovimi derivativi. Najpogostejša je kombinacija

²² Študija Schwalba (1998, str. 5) kaže, da tečaj delnic, na katere se nanašajo zamenljive obveznice ali prednostne delnice, kar v 80% naraste. To pomeni, da je smiselno kupiti zamenljive vrednostne papirje in jih kasneje po nižji ceni od tržne zamenjati za navadne delnice.

²³ Black-Scholes model za vrednotenje opcij so razvili Fischer Black, Myron Scholes in Robert Merton; zadnja dva sta prejela leta 1997 Nobelovo nagrado za ekonomijo.

²⁴ Ker opcija ni linearna pogodba, morajo upravljavci za popolno tržno nevtralnost portfelja doseči tudi "gamma-nevtralnost" (Hull, 2000, str. 322), vendar je v tem primeru razlaga omejena le na "delto".

dolge in kratke pozicije dveh na obrestno mero občutljivih vrednostnih papirjev, ki nevtralizira izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere.

Arbitraže s finančnimi instrumenti stalnega donosa temeljijo na sofisticiranih matematičnih in statističnih modelih vrednotenja, ki upoštevajo vse možne vplive na spremembo cen teh vrednostnih papirjev: krivulje donosnosti in volatilnosti, pričakovani denarni tokovi, bonitetne ocene itd. Strategija temelji izključno na sposobnostih upravljavcev, ki obvladajo kompleksne arbitraže bolje od ostalih investorjev na trgu. Ker so tržne anomalije praviloma majhne, je mogoče s to strategijo doseči le razpon (*ang. Spread*) v višini 3-20 bazičnih točk. Stopnja zadolženosti hedge skladov je zato visoka (20-30:1), po drugi strani pa je volatilnost zaradi tržne nevtralnosti zelo nizka (Ineichen, 2000, str. 29).

Strategija se glede na tip transakcij deli še na štiri podstrategije (prvi dve sta predstavljeni podrobneje):

- arbitraža krivulje donosnosti (*ang. Yield Curve Arbitrage*)
- razpon donosnosti podjetniških/zakladnih obveznic (*ang. Corporate versus Treasury Yield Spread*)
- razpon donosnosti javnih/zakladnih obveznic (*ang. Municipal Bond versus Treasury Yields Spread*)
- Gotovina/futures pogodbe (*ang. Cash versus Futures*)

4.2.1.2.2.1 Arbitraža krivulje donosnosti

Arbitraža krivulje donosnosti pomeni dolgo in kratko pozicijo na različnih točkah krivulje donosnosti²⁵, kadar je krivulja zaradi posebnih dogodkov deformirana. Primer take arbitraže je bila situacija na ameriškem trgu zakladnih obveznic v prvi polovici leta 2000, ko je država zaradi lastnih interesov omejila ponudbo 30-letnih zakladnih obveznic. Povpraševanje je preseglo ponudbo, cena 30-letnih zakladnih obveznic je posledično porasla, zaradi česar je njihova donosnost padla pod donosnost 10-letnih zakladnih obveznic. Z nakupom podcenjene 10-letne obveznice in prodajo precenjene 30-letne obveznice je bilo mogoče izkoristiti možnost arbitraže. V osmih mesecih se je krivulja donosnosti ponovno normalizirala.

4.2.1.2.2.2 Podjetniški razpon

Podjetniški razpon meri razliko med donosnostjo zakladnih in podjetniških obveznic z različno boniteto (ročnost obveznic je enaka). Razpon odraža predvsem kreditno tveganje²⁶ podjetja. Če upravljavec predvideva povečanje tega razpona, bo vzpostavil dolgo pozicijo v zakladnih in kratko v podjetniških obveznicah, v nasprotnem primeru pa ravno obratno. Ko se relativno razmerje med obema pozicijama spremeni, realizira sklad donos.

²⁵ Krivulja donosnosti predstavlja donosnost obveznic z različno zapadlostjo. Praviloma dosegajo obveznice z daljšo ročnostjo višjo donosnost.

4.2.1.3 Z DOGODKOM POGOJENE STRATEGIJE

Izraz »pogojene z dogodkom« se nanaša na dolgoročno naravnane strategije, osredotočene na različne spremembe v posameznih podjetjih, ki jih ustvarijo podjetja sama ali pa na njih le reagirajo. Donosnost je v tem primeru odvisna predvsem od hitrosti reagiranja upravljavca na spremembe in verjetnosti, da določen dogodek dejansko nastopi (Crerend, 1998, str. 9). Z dogodkom pogojeno investiranje se deli dalje v dve strategiji: arbitraža zdužitve/tveganja (*ang. Merger/Risk Arbitrage*) ter vrednostni papirji podjetij v težavah (*ang. Distressed Securities*).

4.2.1.3.1 Vrednostni papirji podjetij v težavah

Hedge skladi s strategijo vrednostnih papirjev podjetij v težavah investirajo v obveznice, delnice, terjatve, bančne kredite, hipoteke ipd. podjetij, ki se nahajajo v finančnih oziroma operativnih težavah. Skladi profitirajo na račun strahu ali napačne ocene položaja podjetja ostalih investorjev, saj le redki analitiki razpolagajo z ustreznimi informacijami. Ostali tržni udeleženci navadno tudi hitro prodajo vrednostni papir, s katerim so že realizirali izgubo (mnogo institucionalnih investorjev ne sme posedovati problematičnih vrednostnih papirjev, nekateri investorji niso nagnjeni k špekulativni naložbi in raje investirajo sredstva kam drugam ipd).

Upravljavci investirajo v dve različici cenovnih nesorazmerij. Pri prvi gre za izkoriščanje nepravilne ocene vrednosti podjetja, ki se odraža na vrednostnem papirju, v drugem primeru pa za izkoriščanje relativnih nesorazmerij med cenami različnih vrednostnih papirjev istega podjetja (Ineichen, 2000, str. 36). Dalje se skladi med seboj razlikujejo tudi glede na to, ali sledijo aktivni ali pasivni politiki investiranja. V primeru aktivnega pristopa sodelujejo v procesu nadzora restrukturiranja oziroma refinanciranja podjetja ali pa celo prevzamejo vlogo izvrševalca sprememb. Tak pristop je značilen predvsem za tiste sklade, ki se osredotočajo na podjetja z operativnimi težavami. V primeru pasivnega pristopa pa samo investirajo v premoženje takega podjetja na podlagi natančne analize in nato čakajo na porast tečajev delnic (Hills, 1996, str. 98). Večina skladov s problematičnimi vrednostnimi papirji investira le v dolge pozicije, nekateri pa se zavarujejo pred tveganjem s kratkimi pozicijami istega podjetja (npr. dolga pozicija v delnicah, kratka v obveznicah) (Weber, 1999, str. 93).

4.2.1.3.2 Arbitraža združitve/tveganja

Arbitraža združitve/tveganja temelji na spremembah vrednosti podjetij v primeru združitve podjetij ali prevzema. Po oznanitvi prevzema cene delnic prevzetega podjetja praviloma narastejo, na drugi strani pa cene delnic prevzemajočega podjetja padejo (Lake, 1999, str. 17). Ker skladi tako kot ostali udeleženci trga ne razpolagajo z notranjimi informacijami, izvedo za predvideni prevzem šele takrat, ko cene obeh podjetij že vsebujejo novico. Zaradi tveganja,

²⁶ Kreditno tveganje je sicer ključni dejavnik za podjetniški razpon, nikoli pa ni bilo dokazano, koliko vplivajo na razpon tudi druge oblike tveganja, kot na primer likvidnostno tveganje (Lhabitant, 2002, str. 93)

da do prevzema ne bo prišlo²⁷, kotira cena potencialno prevzetega podjetja običajno tik pod nivojem napovedane odkupne cene. Ta razpon je tehnično opredeljen kot procentualna razlika med napovedano odkupno ceno in tržno vrednostjo tega podjetja ob koncu trgovalnega dneva. Upravljavec sklada želi izkoristiti prav to razliko, zato oblikuje portfelj iz dolgih pozicij potencialno prevzetega podjetja in kratkih pozicij prevzemajočega podjetja. Po odštetju stroškov transakcije si zagotovi stalen donos. Bistvo te strategije je v zaupanju upravljavcu sklada, da zna bolje oceniti tveganje propada prevzema kot ostali tržni udeleženci (Pichl, 2001, str. 45).

Možnost arbitraže pri združitvi dveh podjetij ponazarja primer uspešne združitve podjetij *Capital Cities/ABC* (v nadaljevanju: CCB) in *Walt Disney* (v nadaljevanju: DIS) avgusta leta 1995. V tem primeru je šlo za združitev z menjavo delnic. Ob javni objavi dogodka je cena obeh delnic narasla skoraj do napovedane odkupne cene. Zaradi nevarnosti protikartelnih ukrepov je bila prisotna negotovost glede uspešnosti prevzema. Spodnja tabela prikazuje izhodiščni položaj ob najavi združitve in prikaz možnosti arbitraže 3. avgusta 1995.

Tabela 6: Arbitraža pri združitvi podjetij *Walt Disney* in *Capital Cities* leta 1995

PODATKI	
Datum najave združitve	1. avgust 1995
Pogoji	1 delnica CCB bo zamenljiva za 1 delnico DIS in 65 USD gotovine
Cena delnice DIS 31. julij 1995	57,25 USD
Cena delnice DIS 3. avgust 1995	59,50 USD
Cena delnice CCB 31. julij 1995	96,13 USD
Cena delnice CCB 3. avgust 1995	117,63 USD
Vrednost posla ob izhodišču	65 USD + 57,25 USD = 122,25 USD (29% premija na vrednost delnice CCB 31. julija 1995)
MOŽNOST ARBITRAŽE 3. AVGUSTA 1995	
1. Nakup CCB delnice	-117,63 USD
Prihodki od plačila kupnine	65 USD
2. Nekrita prodaja delnice DIS	59,50 USD
3. Obresti na vezan kapital iz nekrita prodaje (2%)	1,24 USD
3. Dobiček (1.-2.)	8,11 USD
ROI = 8,11/117,63 * 360/165	15,0%

Vir: Lake, 1999, str. 74.

Upravljavec hedge sklada je verjel v uspešno izpeljano združitev in črpal dobiček iz dejstva, da bo večina imetnikov CCB delnic zaradi nezadostnih informacij prodala delnice dva dni po objavi in tako realizirala 22-odstotno donosnost²⁸. 3. avgusta je bilo z dolgo pozicijo v delnicah CCB in kratko pozicijo v delnicah DIS v primeru uresničitve prognoze mogoče doseči 15-odstotno donosnost na letni ravni.

²⁷ Največja nevarnost za sklenitev posla je prepoved prevzema zaradi nastanka kartela (Wachberger, 2000, str. 44-46).

²⁸ $Donosnost = (Cena\ delnice\ CCB\ na\ dan\ 31.7.1995 / cena\ delnice\ CCB\ 3.8.1995) - 1$

4.2.1.4 USMERITVENE STRATEGIJE

Medtem ko skušajo prve tri kategorije strategij minimizirati tržno tveganje in s pomočjo sposobnosti upravljavcev oblikovati donosen portfelj, temeljijo usmeritvene strategije na predvidevanju gibanja trga vrednostnih papirjev. Tako dosegajo donosnost na podlagi pravilne napovedi gibanja opazovanih spremenljivk. Lhabitant (2002, str. 115.121) uvršča k tej strategiji makro sklade (*ang. Macro Funds*), sklade trgov v razvoju (*ang. Emerging Market Funds*), sektorske sklade (*ang. Sector Funds*), sklade kratkih pozicij (*ang. Short Funds*) ter sklade »regulative D«²⁹ (*ang. Regulation D Funds*) in futures sklade³⁰. Zadnji dve strategiji v nadaljevanju nista podrobneje predstavljene. Skladi »regulative D« so relativno novi in v primerjavi z ostalimi redki. Niso tipični predstavniki panoge, temveč predvsem odraz dinamike razvoja vedno novih stilov investiranja. Futures sklade pa večina avtorjev (med njimi tudi Schneeweiss in Gruenblicher, kot je predstavljeno v poglavju 2.1) ne uvršča kot podstrategijo hedge skladov, ampak kot eno od oblik alternativnih investicijskih skladov, paralelno hedge skladom.

4.2.1.4.1 Makro skladi

Makro skladi so najstarejši in najbolj znani hedge skladi, predvsem zaradi izjemnih uspehov nekaterih upravljavcev (George Soros, Julian Robertson, Leon Cooperman idr.) ter nekaterih pomembnih posegov makro skladov na mednarodnih finančnih trgih³¹. Ime strategije izvira iz njihove globalne narave investiranja. Največkrat so makro skladi nastali iz mikro skladov dolgih in kratkih pozicij, ko so ti postali preveliki, da bi lahko učinkovito investirali celotno premoženje na omejenem trgu (Blum, 1997, str. 19; Collins, 1996, str. 16). Posledično so se usmerili na večje in bolj likvidne trge.

Strategije temeljijo na makroekonomski analizi pomembnih političnih dogodkov in gospodarskega razvoja, pri čemer niso specializirani glede izbire trgov in oblik naložb, ampak se prilagajajo tržnim razmeram (De Brouwer, 2001, str. 25). Njihov cilj je ugotoviti pomembna neravnotežja, ki lahko vplivajo na spremembe cen finančnih instrumentov, kot so obrestne mere in devizni tečajji (navadno se na take dogodke odzovejo tudi kapitalski trgi, npr. s spremembo cen delnic). Skladi se ne zavarujejo pred tveganjem uresničitve takih dogodkov, ampak »stavijo« na predvidene spremembe. Portfelj naložb sestavijo tako, da je strategija donosna v primeru uresničitve dogodka. Uspeh upravljavcev sklada ni toliko odvisen od pravilne analize in napovedi posebnih dogodkov, ampak predvsem od pravilne ocene dinamike dogodkov in reakcije finančnih trgov na le-te.

Upravljavce zanimajo manjše spremembe, ki jih drugi tržni udeleženci ne opazijo ali pa napačno ocenijo njihovo velikost in pomen. Da bi zaznali te trende, postopajo upravljavci po

²⁹ Regulativa D je del zakona Securities Act 1933 in dovoljuje izključitev hedge skladov iz registracije pri SEC v primeru, da ne ponujajo javno svojih finančnih produktov.

³⁰ Futures skladi izkoriščajo možnost arbitraže z oblikovanjem portfelja iz futures pogodb.

³¹ Tak primer je bila Sorosova nekrita prodaja GBP leta 1992. Nekatere vlade so obtožile makro hedge sklade, da so bili leta 1998 soodgovorni za azijsko finančno krizo (De Brouwer, 2001, str. 26).

določenem vrstnem redu. Najprej poiščejo naložbe, katerih trenutno razmerje med donosnostjo in tveganjem je bolj ugodno kot v preteklosti, v naslednjem koraku pa s pomočjo poglobljene analize poiščejo faktorje, ki so povzročili to nesorazmerje (Lake, 1999, str. 65).

Upravljavec sklada na primer oceni, da se devizni tečaj neke države ne sklada z ekonomskimi razmerami v tej državi (s spremenljivkami, kot so neto izvoz, proračunski primanjkljaj, obrestne mere, mednarodne rezerve, stabilnost finančnega sistema ipd.). Če je devizni tečaj precenjen, predvidi devalvacijo le-tega in vzpostavi kratko pozicijo v valuti te države. Kasneje, ko valuta resnično devalvira, jo odkupi nazaj po nižji ceni in realizira dobiček. Legendarni primer možnosti, ki jih izkoriščajo upravljavci makro skladov, je Soroseva nekrita prodaja angleškega funta (GBP) septembra 1992, ko je bil funt še v evropskem sistemu fiksne deviznega tečaja. Soros je po temeljiti analizi gospodarskih in političnih podatkov Velike Britanije ocenil, da je GBP krepko precenjen, zato je izvedel nekrito prodajo v vrednosti 10 mlrd USD. Kljub poskusom angleške centralne banke in vlade obdržati funt znotraj določenega območja s pomočjo prodaje deviz, je bil pritisk na valuto prevelik. Velika Britanija je izstopila iz sistema fiksne deviznega tečaja, Soros pa je čez noč zaslužil 1 mlrd USD (Ineichen, 2001, str. 55).

V primerjavi z ostalimi hedge skladi so makro skladi nadpovprečno izpostavljeni tržnemu tveganju. Poglavitni problem te strategije je njihova velikost, saj so pogosto omejeni pri trgovanju z določenimi finančnimi produkti, še posebej derivativi. Ko na primer upravljavci izvedejo nekrito prodajo, zaradi velikosti transakcije izrazito povečajo ponudbo vrednostnega papirja na trgu in vplivajo na padec njegove cene. Tako morajo tudi sami prodati določen delež papirjev po nižji ceni od prvotne (De Brouwer, 2001, str. 26). Po številu skladov predstavljajo le 4-odstotni delež v panogi, glede na volumen premoženja, ki ga upravljajo, pa precej večji, 15-odstotni delež (TASS Management & Tremont Advisors, 2003).

4.2.1.4.2 Skladi trgov v razvoju

Ta strategija zajema investicije v delnice in ostale oblike naložb na trgih v razvoju (Latinska Amerika, Afrika ter delno Vzhodna Evropa in Azija). Običajno je kontrola strateško pomembnih sektorjev v rokah države, kapitalski trgi pa so manj razviti, z nizko tržno kapitalizacijo ter z manjšim obsegom različnih delnic (De Brouwer, 2001, str.13). Naštete značilnosti sicer pomenijo višje tržno in politično tveganje, po drugi strani pa omogočajo izkoriščanje tržnih neučinkovitosti, kot jih na razvitih trgih kapitala ni več. Upravljavci so namreč specializirani za te trge in s svojim znanjem dosegajo relativno visoko donosnost.

Upravljavci so pri investiranju omejeni predvsem z nizko likvidnostjo vrednostnih papirjev ter redkostjo možnosti nekrite prodaje in uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Poleg tega razne za razvite trge običajne metode, kot so izračuni korelacije med posameznimi naložbami

znotraj portfelja in *Value at Risk* analize (VaR)³², na manj razvitih trgih niso uporabne, saj so preskoki iz stabilnih v zelo volatilna obdobja prepogosti. Sharpov koeficient³³ lahko tako pade iz npr. preko 3 v stabilnem obdobju na manj kot 1. Medtem ko je za povprečni ameriški sklad dolgih/kratkih pozicij značilno, da izgubijo v ekstremnem primeru med 10 in 30 odstotkov premoženja in skoraj zagotovo krizo tudi preživijo, lahko skladi trgov v razvoju v ekstremnem primeru izgubijo tudi do 60% celotnega premoženja (Wachberger, 2000, str. 67-71).

4.2.1.4.3 Skladi kratkih pozicij

Skladi kratkih pozicij so podobni vzajemnim skladom, le da ustvarjajo dodano vrednost v primeru padajočega in ne rastočega trga vrednostnih papirjev. Strategija temelji na iskanju precenjenih podjetij in nekrito prodajo njihovih delnic. Kadar želijo zavarovati izpostavljenost tržnemu tveganju (tveganje rasti vrednosti naložb), izberejo kot protiinvesticijo naložbe v povezane vrednostne papirje ali izvedene finančne instrumente. Medtem ko je maksimalna donosnost teh skladov omejena na 100%, lahko izgubijo teoretično neskončno premoženja, zaradi česar so bolj tvegani od ostalih hedge skladov (Blum, 1997, str. 21-22). Takih skladov, ki bi investirali izključno v kratke pozicije, je zelo malo, njihova popularnost pa logično naraste v obdobjih padajočih delniških tečajev (Ineichen, 2000, str. 43).

4.2.1.4.4 Sektorski skladi

Sektorski skladi so specializirani na določen sektor, kot na primer farmacijo, biotehnologijo, zdravstvo, tehnologijo, energetiko, nepremičnine itd. Upravljalci investirajo v nadpovprečno perspektivna podjetja, izpostavljenost tržnemu tveganju pa lahko omejijo z nekrito prodajo delnic podobnih podjetij ali s kratko pozicijo v indeksu sektorja. Uspeh sklada je odvisen od pravilne ocene dinamike posameznega sektorja in identificiranja najbolj perspektivnih podjetij.

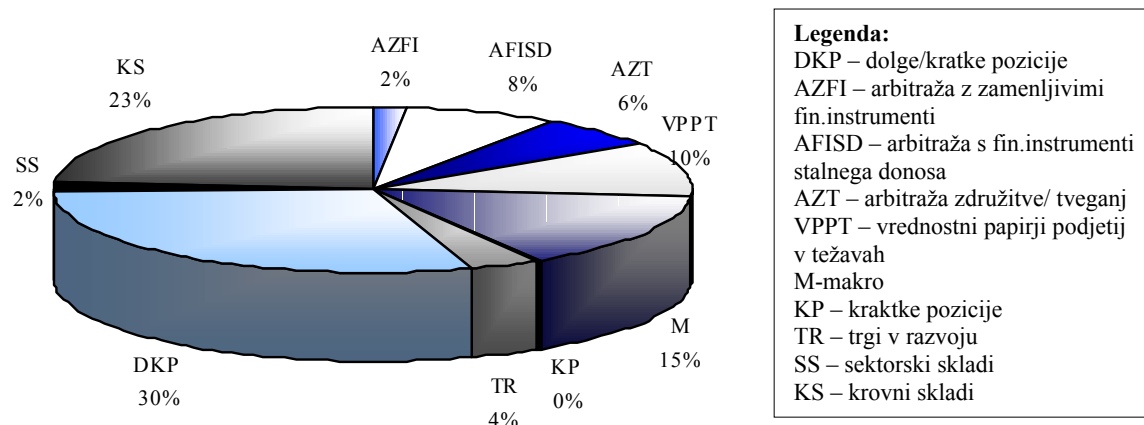
4.2.2 POMEN POSAMEZNIH STRATEGIJ

Distribucija celotnega volumna premoženja, ki ga upravljajo hedge skladi, se skozi leta spreminja. Odvisna je predvsem od razmer na svetovnih finančnih trgih, rasti oziroma padca delniških tečajev, naravnosti investorjev do tveganja in ne nazadnje tudi od uspešnosti posamezne kategorije hedge skladov v preteklih letih. Tako je v zadnjih letih opazen upad kategorije usmeritvenih hedge skladov (še posebej delež makro skladov in skladov trgov v razvoju), večja pa se delež bolj konzervativnih in manj tveganih strategij (Ineichen, 2000, str. 34). Večina investorjev si v času razmeroma nepredvidljivih razmer želi predvsem varen, pozitiven donos, ne glede na dogodke na finančnih trgih.

³² *Value at Risk* je mera izpostavljenosti tržnemu tveganju. Z vrednostjo VaR lahko napovemo maksimalno možno izgubo v določenem obdobju in z določeno verjetnostjo.

³³ Sharpov koeficient, ki je predstavljen v poglavju 5.1.2, meri donosnost naložbe na enoto tveganja.

Slika 4: Delež posameznih strategij hedge skladov v celotni panogi leta 2002



Vir: Ineichen, 2000, str. 34.

4.2.3 KROVNI HEDGE SKLADI

Aktiva krovnih hedge skladov je sestavljena iz naložb v razne specializirane hedge sklade. Krovni skladi so za večino investitorjev najbolj primerna oblika, saj omogočajo razpršitev tveganja. Tako kot naj investitor ne bi investiral le v eno delnico ali obveznico, temveč v razpršen portfelj naložb, je tudi pri hedge skladih priporočljivo nekoncentrirano investiranje. S kombinacijo različnih kategorij skladov je mogoče znižati tveganje naložbe brez znižanja donosnosti (kot velja tudi pri tradicionalnih naložbah). Posamezni krovni skladi se razlikujejo glede na ciljno donosnost in izpostavitve tveganju. VAN (Van Hedge Fund Advisors, 2003) nudi povzetek prednosti vlaganja v krovne hedge sklade:

4.2.3.1 Upravljalci skladov razpolagajo z znanjem namesto investitorjev

Izbrati pravi sklad ali celo več hedge skladov zahteva veliko znanja, podatkov in časa. Najprej je potrebno izbrati najboljše specializirane sklade, oceniti njihovo uspešnost v prihodnosti, na koncu pa še opredeliti ponderje za oblikovanje portfelja kombinacije skladov. Pri krovnih skladih je ta naloga preložena na upravljavca.

4.2.3.2 Omogočen dostop do sicer težje dostopnih hedge skladov

Večina najbolj uspešnih hedge skladov sprejme le omejeno število investitorjev, kar pomeni, da je možen vstop v sklad le v primeru izstopa enega od lastnikov. V tem primeru imajo prednost pri vstopu večji investitorji, katerih pomembni predstavniki so prav krovni skladi.

4.2.3.3 Večja učinkovitost nadzora poslovanja specializiranih skladov

Zaradi izvzetosti hedge skladov iz nadzora SEC je potreben natančen nadzor dela upravljavcev. Ker tak nadzor zahteva ogromno časa in prav tako določeno znanje, je za individualnega investitorja najbolj primerno, da to delo prepusti strokovnjakom.

4.2.3.4 Možnost razpršitve premoženja ob istem investicijskem vložku

Ta lastnost krovnih hedge skladov je posebej pomembna za manjše investitorje, ki sicer z razpoložljivim kapitalom težko dosežejo ustrezno diverzifikacijo tveganja.

Seveda obstaja tudi negativna stran investiranja v krovne hedge sklade. Njihova šibka točka je dvojno plačevanje provizij, saj mora investitor plačati provizijo upravljavcu krovnega sklada, ta pa upravljavcem specializiranih skladov. Dražje investiranje je cena za vse našete prednosti, še posebej za razpršitev tveganja (Ineichen, 2001, str. 76). Slabost krovnih hedge skladov je tudi nizka transparentnost poslovanja; že pri specializiranih skladih je prisoten problem pomanjkljive transparentnosti, pri krovnih skladih pa je to še bolj izrazito. Ker nekateri krovni skladi kotirajo na borzi, so sicer zavezani k informiranju investitorjev o portfelju naložb, vendar investitor s tem še vedno ne dobi vpogleda v poslovanje posameznega sklada iz portfelja (Lhabitant, 2002, str. 201).

5 HEDGE SKLADI KOT ALTERNATIVNA OBLIKA NALOŽBE

Namen tega poglavja je prikaz smiselnosti investiranja v hedge sklade s pomočjo Markowitzeve moderne portfeljske teorije (v nadaljevanju: MPT) iz petdesetih let. Najprej so predstavljene karakteristike investicije v hedge sklad kot samostojne naložbe, nato pa še vpliv investicije v hedge sklad na portfelj tradicionalnih naložb.

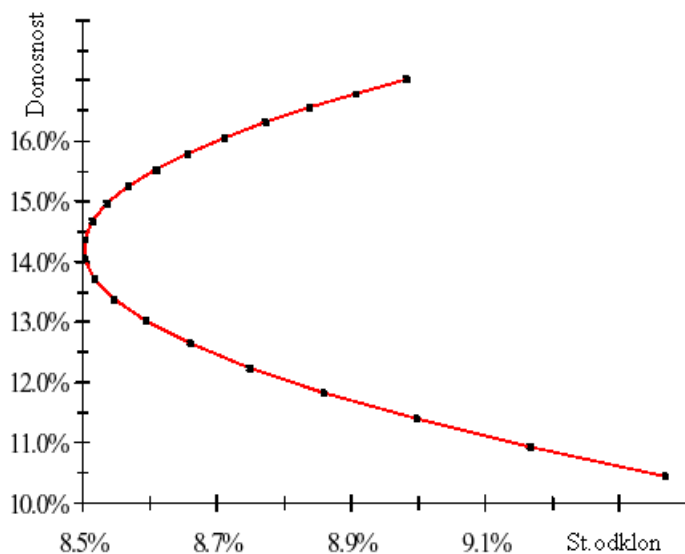
5.1 MODERNA PORTFELJSKA TEORIJA

5.1.1 Markowitzev model oblikovanja portfelja

Pred razvojem Markowitzevega modela oblikovanja portfelja (*ang. Portfolio Selection Model*) leta 1952³⁴ je bila donosnost posamezne naložbe edini kriterij za ocenitev smiselnosti naložbe (Hills, 1996, str. 118). Na podlagi tega kriterija je najbolje investirati celotna razpoložljiva sredstva v naložbo z najvišjo pričakovano stopnjo donosa. Z vključitvijo komponente tveganja v odločitveni proces pa to seveda ni smiselno. Markowitz je dokazal, da je s kombinacijo naložb, ki med samo šibko korelirajo, možno konstruirati takšno sestavljeno naložbo, ki je kljub enaki stopnji donosa izpostavljena manjšemu tveganju.

Cilj razpršitve portfelja je generiranje takih kombinacij naložb, pri katerih ne obstaja drug portfelj, ki bi omogočal doseganje iste donosnosti ob nižjem tveganju oziroma višjo donosnost ob isti stopnji tveganja. V tem primeru govorimo o učinkoviti kombinaciji naložb. Vse kombinacije učinkovitega portfelja ležijo na zgornji veji krivulje učinkovitosti (glej sliko 5, str. 31).

Slika 5: Krivulja učinkovitosti v Markowitzewem modelu



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

Pri raziskavah učinkovitosti investiranja v alternativne maložbe je najpogosteje uporabljen prav Markowitzev model. Kljub temu pa je potrebno pri rezultatih ohraniti kritični pristop, saj MPT v nekaterih pomembnih predpostavkah ne ustreza karakteristikam hedge skladov (Blum, 1997, str. 253).

5.1.2 CAPM model

CAPM model³⁵ (ang. *Capital Asset Pricing Model*) temelji na Markowitzevem modelu ter dodatno upošteva tudi predpostavko učinkovitega trga kapitala. Pričakovanja vseh udeležencev trga glede tveganja in donosnosti bi naj bila homogena, s čimer v celoti zanika možnost izkoriščanja ekskluzivnih informacij (značilno za upravljavce hedge skladov). Kljub šibkim točkam je CAPM model v določeni meri uporaben. Formula, na podlagi katere se izračuna zahtevana stopnja donosa določene naložbe, temelji na razliki med sistematičnim (tržnim) in nesistematičnim tveganjem.

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

Pri čemer je:

r_i – donosnost naložbe

r_f – netvegana obrestna mera

r_m – tržna donosnost

$(r_f - r_m)$ – tržna premija za tveganje

³⁴ 38 let kasneje je skupaj z Mertonom Millerjem in Williamom Sharpom prejel Nobelovo nagrado.

³⁵ CAPM model so razvili Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) in Mossin (1966).

Sistematično tveganje odraža koeficient β , ki meri usklajenost gibanja donosnosti posamezne naložbe z donosnostjo tržnega premoženja (Brigham, 1998, str. 180). Vse kategorije hedge skladov, katerih strategija temelji na omejitvi izpostavljenosti tržnemu tveganju, so osredotočene na obvladovanje β . Donosnost posameznega sklada pa je odvisna tudi od specifičnih sposobnosti posameznika, še posebej pri upravljavcih hedge skladov. Strokovnjaki so v ta namen uvedli kazalec α , ki meri dodano vrednost posameznega upravljavca k donosnosti sklada.

CAPM model je za hedge sklade pomemben tudi zaradi kazalnika, ki izhaja iz tega modela – Sharpovega koeficienta³⁶.

$$SK = \frac{r_i - r_f}{\sigma}$$

Meri učinkovitost naložbe s primerjanjem donosnosti in tveganja, pri čemer je tveganje merjeno s standardnim odklonom (σ). Rezultat je donosnost (razlika med doseženo donosnostjo in netvegano obrestno mero) na enoto prevzetega tveganja. Višji kot je Sharpov koeficient, večja je »nagrada« na enoto prevzetega tveganja, kar pomeni, da je naložba bolj učinkovita.

5.2 POSTMODERNA PORTFELJSKA TEORIJA

Markowitzeva MPT ima tudi nekaj pomanjkljivosti. Problem MPT je namreč v tem, da meri tveganje s standardnim odklonom, kar pomeni, da so tudi pozitivni odkloni upoštevani kot tveganje. Investitor nasprotno dojema tveganje le kot možnost izgube premoženja in ne kot verjetnost nadpovprečnih dobičkov (Hills, 1996, str. 73). To pomanjkljivost je odpravila postmoderna portfeljska teorija, ki upošteva le dejansko tveganje, tako kot ga dojema investitor.

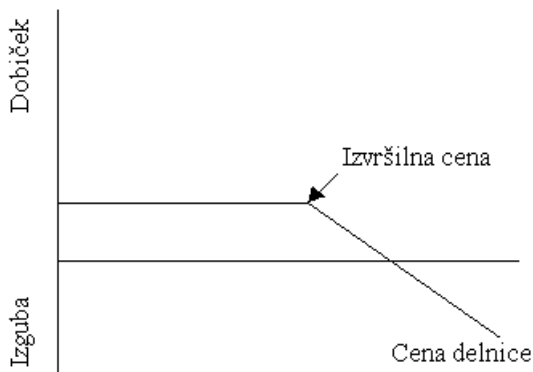
Rom in Ferguson (1994, str. 23-34) sta leta 1994 prva razlikovala med tveganjem padca vrednosti (*ang. Downside Risk*) in potencialom rasti (*ang. Upside Potential*) kot negativnim oziroma pozitivnim odklonom od minimalne zahtevane stopnje donosa. Obstaja več kazalnikov, ki temeljijo na postmoderne portfeljski teoriji, eden od njih je Sortinov koeficient, nadgradnja Sharpovega koeficienta. Kot mero tveganja ne upošteva standardnega odklona, ampak semi-standardni odklon (σ_{sv}), ki meri le negativne odklone od povprečne oziroma zahtevane donosnosti. Tako upošteva namesto celotne le negativno volatilnost (Loistl, 2001, str. 115).

$$SoK = \frac{r_i - r_f}{\sigma_{sv}}$$

³⁶ Sharpe Ratio (Sharpe, 1994, str. 1)

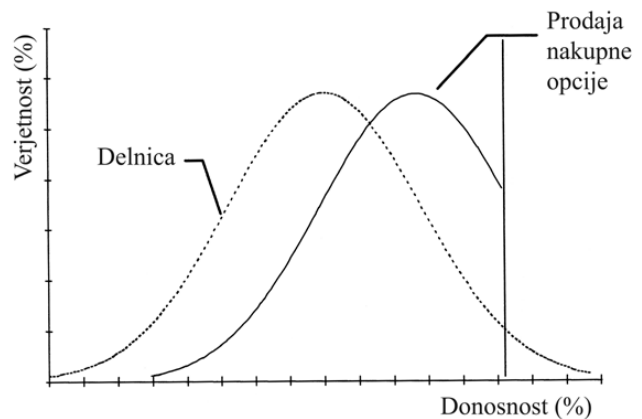
Varianca kot mera tveganja je v primeru hedge skladov problematična tudi zaradi uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Z uporabo opcij, na primer, se normalna porazdelitev spremeni, saj gre za finančni instrument z nelinearnim profilom donosnosti (Lhabitant, 2002, str.172). V primeru dolge pozicije v delnici in prodaje nakupne opcije na to delnico (*ang. Short Call Option*) je vpliv sledeč:

Slika 6: Dobiček/izguba upravljavca pri prodaji nakupne opcije



Vir: Hull, 2000, str. 175.

Slika 7: Verjetnostna porazdelitev donosnosti pri nakupu delnice in prodaji nakupne opcije

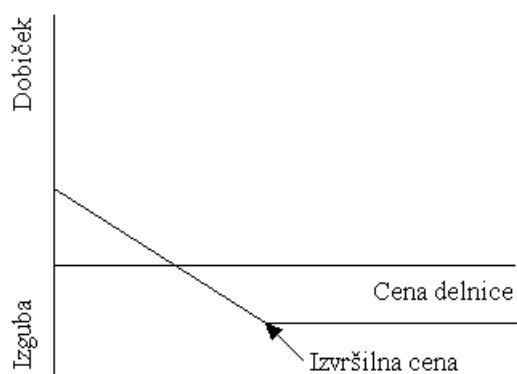


Vir: Lhabitant, 2002, str. 173.

S prodajo nakupne opcije prejme upravljavec od kupca določeno premijo, ki pomeni povišanje pričakovane donosnosti celotne naložbe (delnica in opcija na to delnico), kot je razvidno iz slike 7. V primeru, da tržna cena delnice preseže izvršilno ceno (*ang. Strike*), dobiček upravljavca od prodaje opcije pada linearno z rastjo tržne cene, hkrati pa mu z dolgo pozicijo v delnici linearno raste dobiček. Tako je pozitivna variabilnost v tej točki omejena, tveganje padca vrednosti pa ostaja nezaščiten.

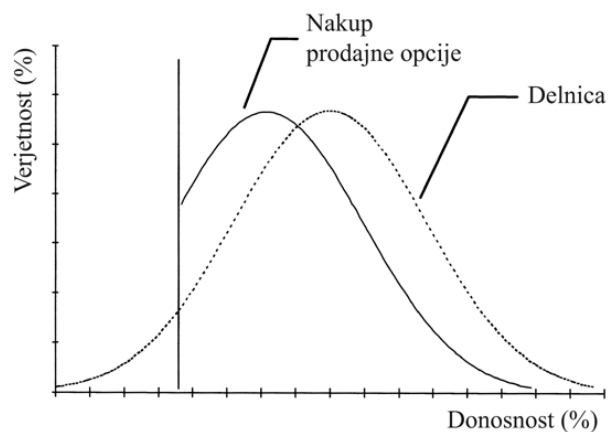
V primeru nakupa prodajne opcije (*ang. Long Put Option*) pa je vpliv ravno nasproten:

Slika 8: Dobiček/izguba upravljavca pri nakupu prodajne opcije



Vir: Hull, 2000, str. 176.

Slika 9: Verjetnostna porazdelitev donosnosti pri nakupu delnice in prodajne opcije



Vir: Lhabitant, 2002, str. 173.

Zaradi nakupa prodajne opcije mora upravljavec plačati določeno premijo, kar pomeni, da se pričakovana donosnost portfelja zniža. Zato pa je v tem primeru omejeno tveganje padca vrednosti celotne naložbe, saj je naložba pri vseh tržnih vrednostih delnice, ki so manjše od izvršilne cene opcije, tržno nevtralna. Pozitivna variabilnost je za razliko od prejšnjega primera neomejena.

Tako je naložba s kombinacijo prodaje nakupne opcije v povprečju bolj donosna, vendar pomeni tudi omejen potencial rasti. V primeru nakupa prodajne opcije je pričakovana donosnost nižja, omejeno pa je tveganje izgube vrednosti. Prva kombinacija torej prinaša v povprečju višje donose kot druga, vendar je tveganje izgube vrednosti večje. Tudi Sharpov koeficient, ki kot spremenljivki vključuje standardni odklon in povprečno donosnost, poda v primeru uporabe opcij napačno vrednost. Prodaja nakupne opcije vpliva na koeficient pozitivno, nakup prodajne opcije pa negativno³⁷. Upravljavci hedge skladov so tako nagnjeni k dajanju prednosti prvi opciji in s tem doseganju višjega donosa na račun večje izpostavljenosti tveganju.

Kljub pomanjkljivostim je v literaturi o hedge skladih največkrat uporabljena Markowitzeva MPT, predvsem zaradi enostavnosti. To je hkrati razlog, da sem se tudi sama omejila na to teorijo.

5.3 INVESTICIJA V HEDGE SKLAD KOT SAMOSTOJNA NALOŽBA

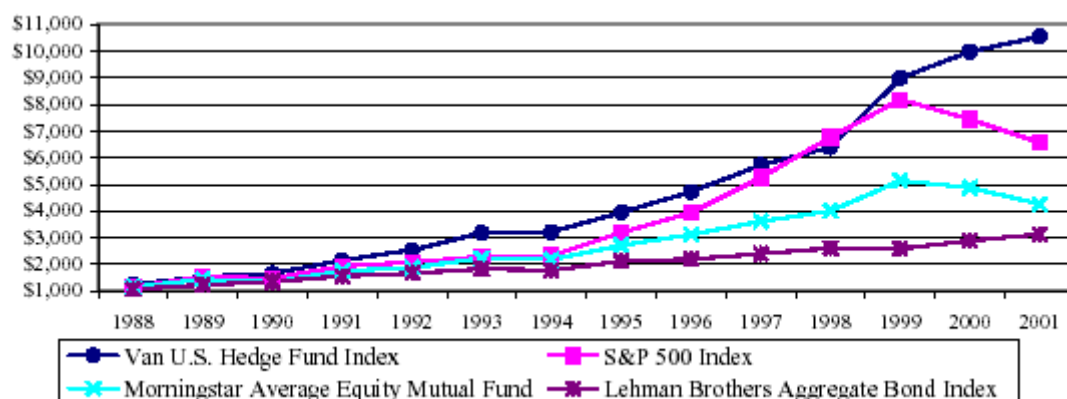
V skladu z Markowitzevim modelom sta pri vrednotenju hedge skladov kot samostojne investicije najprej ocenjeni donosnost in tveganje skladov v primerjavi s tradicionalnimi naložbami, nato pa še relativno razmerje med njima. Podatki temeljijo na VAN podatkovni bazi (Van Hedge Fund Advisors, 2002), ki upošteva neto donosnost (donosnost po odštetju provizij).

5.3.1 Donosnost hedge skladov

V obdobju od začetka leta 1988 in do konca tretjega kvartala leta 2002 so hedge skladi v povprečju dosegali precej višjo donosnost kot tradicionalne oblike naložb, katerih tipični predstavniki so vzajemni skladi (Van Hedge Fund Advisors, 2002). Medtem ko je znašala povprečna donosnost najbolj znanega indeksa hedge skladov *Van U.S. Hedge Fund Index* (v nadaljevanju: VHFI) 17,0%, so vzajemni skladi (*Morningstar Average Equity Mutual Fund Index*, v nadaljevanju: MAEMF) dosegli le 8,2-odstotno donosnost.

³⁷ Sortinov koeficient bi bil v tem primeru primernejši kazalnik učinkovitosti.

Slika 10: Primerjava donosnosti delnic, obveznic, vzajemnih skladov in hedge skladov (1988-2001)



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

Slika prikazuje enakomerno donosnost hedge skladov neodvisno od razmer na kapitalskih trgih. V opazovanem obdobju je delniški indeks S&P 500 dosegal do leta 1999 približno enako povprečno letno donosnost kot hedge skladi, nato pa so delniški tečaji padli. Posledično je padla tudi donosnost vzajemnih skladov, hedge skladi pa nasprotno v zadnjih letih izkoriščajo spremenljive tržne razmere in dosegajo relativno visoko donosnost.

Zanimiva je tudi ločena analiza uspešnosti delnic, vzajemnih skladov in hedge skladov v obdobjih padajočega trga kapitala (izraženo z negativno donosnostjo indeksa S&P 500). V obravnavanem obdobju je bilo takih kvartalov 9, in če primerjamo akumulirano izgubo treh oblik naložb v vseh teh kvartalih, so hedge skladi ustvarili precej manjšo izgubo kot vzajemni skladi in naložba v indeks S&P 500.

Tabela 7: Donosnost hedge in vzajemnih skladov v kvartalnih padajočega indeksa S&P 500

	S&P 500	VHFI	MAEMF
3.kvartal 1998	-10,0%	-6,1%	-14,9%
3.kvartal 1999	-6,2%	2,1%	-3,4%
2.kvartal 2000	-2,7%	0,3%	-3,2%
3.kvartal 2000	-1,0%	3,0%	0,6%
4.kvartal 2000	-7,8%	-2,4%	-8,1%
1.kvartal 2001	-11,9%	-1,1%	-12,7%
3.kvartal 2001	-14,7%	-3,8%	-17,2%
2.kvartal 2002	-13,4%	-1,4%	-10,7%
3.kvartal 2002	-17,3%	-3,6%	-16,7%
Kumulativna donosnost	-85,0%	-13,0%	-86,3%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

5.3.2 Tveganje

Poznamo razne oblike tveganja: likvidnostno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, valutno, kreditno tveganje itd. Tradicionalne oblike naložb so najbolj izpostavljene tržnemu

tveganju, zato je v tem primeru tudi analiza tveganja hedge skladov omejena na tržno tveganje.

Že Alfred Jones je izničil ali omejil izpostavljenost tržnemu tveganju (Blum, 1997, str. 14). Vnaprej je določil svojo ciljno stopnjo izpostavljenosti tržnemu tveganju, npr. 40% in nato s pomočjo spodnje formule ustvaril ustrezen portfelj naložb.

$$\text{Tržna izpostavljenost} = \frac{\text{dolge pozicije} - \text{kratke pozicije}}{\text{kapital}}$$

Donosnost posamezne naložbe je sestavljena iz odvisnosti od gibanja trga (izpostavljenost tržnemu oziroma sistematičnemu tveganju) in sposobnosti investitorja za doseganje nadpovprečnih donosov (nesistematično tveganje). Odvisnost od tržnega gibanja je običajno ponazorjena s faktorjem β , sposobnosti investitorja pa s faktorjem α (poglavje 5.1.2). V povprečju je 80% donosnosti vzajemnih skladov odvisne od gibanja finančnih trgov, 20% donosnosti pa je odvisne od sposobnosti upravljavcev. Pri hedge skladih pa je razmerje ravno obratno, saj v povprečju omejujejo izpostavljenost tržnemu tveganju na 20%, ostalih 80% donosnosti pa predstavlja dodano vrednost upravljavcev sklada³⁸ (Hills, 1996, str. 23).

Spodnja tabela prikazuje primerjavo α in β vzajemnih in hedge skladov v obdobju od januarja 1988 do septembra 2002 (Van Hedge Fund Advisors, 2002). Iz podatkov je razvidno, da so bili vzajemni skladi odvisni predvsem od gibanja trga vrednostnih papirjev (koficient $\beta=0,97$ pove, da premoženje vzajemnih skladov ob vsaki procentualni rasti trga naraste za 97 bazičnih točk in obratno), upravljavci pa so s svojo aktivnostjo celo znižali donosnost v primerjavi s trgom. Donosnost hedge skladov, na drugi strani, pa je bila v tem obdobju odvisna predvsem od sposobnosti upravljavcev, ki so samo s svojim znanjem v povprečju presegli donosnost trga za 11,5% (α).

Tabela 8: Primerjava α in β vzajemnih in hedge skladov (januar 1988 – september 2002)

	β	α
Van U.S Hedge Fund Index	0,46	11,46%
Average Equity Mutual Fund Index	0,97	-2,27%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

5.3.3 Učinkovitost investiranja

Učinkovitost investiranja je kategorija, ki opisuje razmerje med obema že opisanima spremenljivkama – donosnostjo in tveganjem. Poznamo več kazalnikov učinkovitosti, ki merijo donosnost na enoto tveganja, nadaljna analiza pa je omejena na prikaz Sharpovega koeficienta.

³⁸ Specifičnost hedge skladov je v tem, da so presegli teorijo učinkovitega trga, ki trdi, da dalj trajajoče premagovanje trga ni mogoče brez dodatnega tveganja.

Spodnja tabela in slika ponazarjata razmerja med neto donosnostjo (po odštetju stroškov provizij) in tveganjem posameznih strategij hedge skladov (glede na opredelitev Lhabitanta) in jih primerjata z indeksom vzajemnih skladov (MAEMF), delniškim indeksom S&P 500 in indeksom obveznic (*JPM Global Bonds*, v nadaljevanju: JPM) (Ineichen, 2000, str. 50-55).

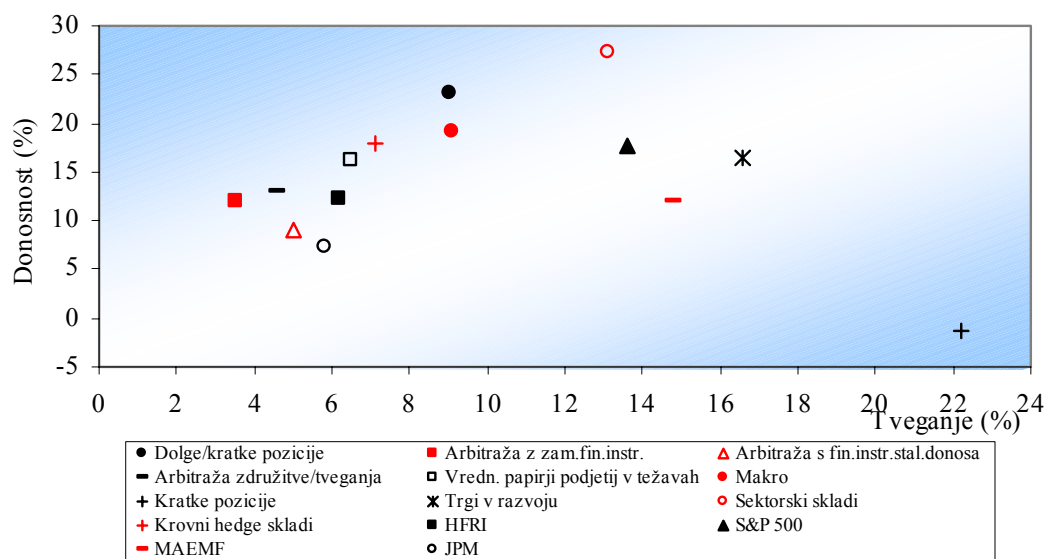
Tabela 9: Učinkovitost hedge skladov v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb (januar 1990 – julij 2000)

	Povprečna letna donosnost (%)	Standardni odklon (%)	Sharпов koeficient ³⁹
Skladi dolgih/kratkih pozicij	23,2	9	2,1
Arbitraža z zamenljivimi fin. instrumenti	12,0	3,5	2,0
Arbitraža s fin. instrumenti stalnega donosa	9,1	5,0	0,8
Arbitraža združitve/tveganja	13,1	4,6	1,8
Vrednostni papirji podjetij v težavah	16,3	6,5	1,7
Makro skladi	19,2	9,1	1,6
Skladi kratkih pozicij	-1,4	22,2	-0,3
Skladi trgov v razvoju	16,5	16,6	0,7
Sektorski skladi	27,4	13,1	1,7
Krovni hedge skladi	17,8	7,1	1,8
HFRI*	12,3	6,2	1,2
S&P 500	17,7	13,6	0,9
MAEMF	12,1	14,8	0,8
JPM	7,4	5,8	0,4

* HFRI – Hedge Fund Research Index

Vir: Ineichen, 2000, str. 50-55.

Slika 11: Učinkovitost hedge skladov v primerjavi s tradicionalnimi oblikami naložb (januar 1990 – julij 2000)



Vir: Ineichen, 2000, str. 50-55.

³⁹ Pri izračunu Sharpovega koeficienta je predvidena 5% netvegana obrestna mera. V primeru skladov dolgih/kratkih pozicij je izračun sledeč: $SK = (0,233 - 0,05) / 0,09$

JPM, kot predstavnik trga obveznic, omogoča nizko izpostavljenost tržnemu tveganju (standardni odklon znaša 5,8%), temu primerna pa je tudi nizka povprečna donosnost (7,4%). Iz slike je razvidno, da so arbitražne strategije hedge skladov celo manj tvegane kot obveznice, hkrati pa dosegajo višjo donosnost (arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa ter arbitraža združitve/tveganj).

Če si izberemo za iztočno točko indeks S&P 500 (donosnost 17,7%, standardni odklon 13,6%), vidimo, da so vzajemni skladi v obravnavanem obdobju zaostajali z uspešnostjo, saj so pri približno enaki stopnji tveganja dosegali za več kot 5 odstotnih točk nižjo donosnost. Na približno istem nivoju tveganja pa so na primer sektorski hedge skladi dosegli v povprečju za 10 odstotnih točk višjo donosnost kot S&P 500 – presegli so namreč 25% letno donosnost. Tudi ostale strategije odražajo dobro razmerje med donosnostjo in tveganjem razen dveh strategij, ki izstopata negativno, in sicer skladi trgov v razvoju in skladi kratkih pozicij. Obe strategiji sta najbolj tvegani od vseh alternativ, prva s standardnim odklonom 16,6% in druga s 22,2%. Medtem ko je strategija trgov v razvoju dosegala vsaj solidno povprečno letno donosnost, so skladi kratkih pozicij v preučevanem obdobju v povprečju dosegali izgubo (-1,4%).

Merjeno s Sharpovim koeficientom se je v obravnavanem obdobju za najuspešnejšo strategijo hedge skladov izkazala strategija dolgih/kratkih pozicij (s Sharpovim koeficientom 2,1), ki pri ločeni analizi donosnosti in tveganja ni izstopala. Visok Sharpov koeficient je bil značilen tudi za krovne sklade (1,8), kar potrjuje učinkovitost investiranja v te sklade. Sharpov koeficient celotne panoge (HFRI) je v povprečju znašal 1,2, kar je boljše od delniškega indeksa S&P 500 (0,9), indeksa obveznic JPM (0,4) in indeksa vzajemnih skladov MAEMF (0,8). Pri primerjavi tako opredeljene učinkovitosti hedge skladov z učinkovitostjo tradicionalnih naložb je razvidno, da dosegajo hedge skladi boljše razmerje med donosnostjo in tveganjem. To je poglobljena značilnost panoge, ki privlači investitorje.

5.4 POMEN HEDGE SKLADOV KOT DEL PORTFELJA

Medtem ko je Markowitz za temelje svoje teorije izbral tradicionalne naložbe, delnice in obveznice, je John Lintner, profesor na Harvard Graduate School of Business, leta 1983 analiziral vpliv futures skladov⁴⁰ na razpršitev tveganja sicer tradicionalnega portfelja. Na podlagi rezultatov⁴¹ je dejansko ugotovil, da futures pogodbe niso le bolj primerne kot samostojna investicija od tradicionalnih naložb (boljše razmerje med donosnostjo in tveganjem), ampak zaradi njihove izredno nizke korelacije s tradicionalnim portfeljem omogočajo tudi znižanje tveganja portfelja ob ohranitvi enake stopnje donosnosti (Klingersperger, 2000, str. 101-102). Kasneje so tudi drugi avtorji⁴² preverjali Lintnerjeve

⁴⁰ Futures skladi imajo kot naložbena oblika podobne karakteristike kot hedge skladi.

⁴¹ Obdobje opazovanja je obsegalo le julij 1979 do decembra 1982. Zaradi nizke prepoznavnosti futures pogodb v tistem obdobju je imel Lintner na razpolago le podatke za 23 skladov.

⁴² Lintnerjeve rezultate so preverjali: Almer Orr, Morton Baratz in Warren Eresian, Anthony Herbst in Joseph McCormack in Richard Oberuc (Klingersperger, 2000, str. 103).

trditve s podaljšanjem opazovanega obdobja. Ob spreminjanju ponderjev za delež futures skladov v celotnem portfelju so prišli do enakega zaključka.

Naslednji korak sta naredila Franklin Edwards in Jimmy Liew v dveh raziskavah v letih 1998 in 1999 (Edwards, Liew, 1999, str. 45-64) s tem, ko sta v svoj objektiv vključila poleg futures skladov tudi hedge sklade. Portfelj samimi delnicami in obveznicami je zaostal v uspešnosti za portfeljem s kombinacijo tradicionalnih naložb ter futures in hedge skladov. Študija za obdobje od leta 1989 do konca leta 1996 je pokazala, da portfelj z 28% odstotki futures skladov, 63% investicij v hedge sklade in preostankom v tradicionalne naložbe doseže za 125% višji Sharpov koeficient kot portfelj izključno tradicionalnih naložb⁴³. Raziskavo sta nadgradila tudi z upoštevanjem zadržanosti investitorjev do netradicionalnih oblik naložb in tako implicitno omejila njihov delež v portfelju na skupaj 27%. V tem primeru je optimalno razmerje v obravnavanem obdobju 8% futures skladov in 19% hedge skladov.

V nadaljevanju je predstavljena raziskava Hedge Fund Research (v nadaljevanju: HFR) o stopnji medsebojnih korelacij posameznih strategij hedge skladov⁴⁴ ter njihova korelacija z obvezniškim in delniškim trgom. Podatki se nanašajo na obdobje od začetka leta 1990 do aprila 2000 (Hedge Fund Research, 2003).

Tabela 10: Koeficienti korelacije med posameznimi strategijami hedge skladov, S&P 500 in JPM (januar 1990 - april 2000)

	AZFI	AFISD	AZT	VPPT	M	KP	TR	DKP	S&P 500	JPM
Arbitraža z zam. fin.instrumenti (AZFI)	1									
Arbitraža s fin.instr. stal. donosa (AFISD)	0,10	1								
Arbitraža združitve/tveganja (AZT)	0,49	-0,08	1							
Vredn. papirji podjetij v težavah (VPPT)	0,60	0,385	0,53	1						
Makro (M)	0,45	0,11	0,29	0,48	1					
Kratke pozicije (KP)	-0,37	-0,01	-0,38	-0,46	-0,41	1				
Trgi v razvoju (TR)	0,47	0,28	0,44	0,65	0,61	-0,51	1			
Dolge/kratke pozicije (DKP)	0,51	0,06	0,53	0,64	0,60	-0,85	0,68	1		
S&P 500	0,37	-0,11	0,47	0,38	0,46	-0,62	0,55	0,75	1	
JPM	-0,01	-0,34	0,02	-0,17	0,07	-0,06	-0,06	0,04	0,21	1

Vir: Hedge Fund Research, 2003, http://www.hedgefundresearch.com/reports_auth.

Preučevanje medsebojnih korelacij posameznih kategorij hedge skladov pokaže, da predvsem skladi trgov v razvoju, vrednostnih papirjev podjetij v težavah, makro skladi in skladi dolgih/kratkih pozicij močnejše korelirajo med sabo. Nasprotno pa zaradi specifičnega stila investiranja najmanj korelirata z ostalimi strategijami arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa ter arbitraža združitve/tveganj. Idealno, negativno korelacijo z ostalimi, dosega le strategija kratkih pozicij, ki pa zaradi neučinkovitosti ni primerna naložba (poglavje 5.3.3).

⁴³ Edwards in Liew sta dosegla višji Sharpov koeficient s povečanjem donosnosti iz 12,8% na 15,6% in hkratnim znižanjem volatilitnosti iz 7,7% na 4,7% (standardni odklon).

⁴⁴ Raziskava ne zajema koeficientov korelacije sektorskih hedge skladov.

Primernost hedge skladov za razpršitev tveganja v portfelju sicer tradicionalnih naložb je razvidna iz nizke korelacije posameznih strategij z indeksoma JPM in S&P 500. Z nizkimi koeficienti korelacije najbolj izstopajo vse tri arbitražne strategije in strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah (njihova korelacija z indeksoma ne presega 0,47). Arbitraža finančnih instrumentov s stalnim donosom pa je celo negativno povezana z gibanjem delniškega in obvezniškega trga.

Sledi primer uporabe hedge skladov, zastopanih z indeksom VHFI pri oblikovanju mešanega portfelja alternativnih in tradicionalnih naložb (Van Hedge Fund Advisors, 2002). Tradicionalni portfelj sestavlja 60% delnic, zastopanih z indeksom S&P 500 in 40% obveznic, zastopanih z indeksom *Lehman Brothers Aggregate Bond* (v nadaljevanju: LBAB). V obdobju od januarja 1988 do septembra 2002 je tradicionalni portfelj v povprečju dosegel letno donosnost v višini 10,4% ob standardnem odklonu 9,4%. Če postopoma, po 10% dodajamo takemu portfelju investicije v VHFI, dosežemo pozitivni učinek zmanjšanja tveganja pri isti stopnji donosa.

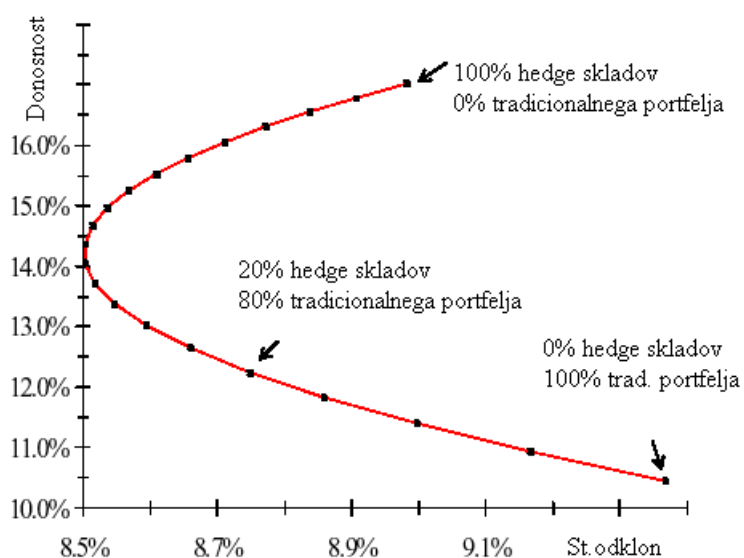
Tabela 11: Razpršenost portfelja z večanjem deleža hedge skladov

Delež investicije v hedge sklad	Povprečna letna donosnost (v %)	Standardni odklon (%)	Sharpov koeficient ⁴⁵
0	10,4	9,4	0,6
10	11,3	9,0	0,7
20	12,1	8,8	0,9
30	13,0	8,6	1,0
40	13,7	8,5	1,1
50	14,4	8,5	1,2
60	14,9	8,5	1,2
70	15,5	8,6	1,3
80	15,9	8,7	1,3
90	16,3	8,9	1,3
100	16,7	9,0	1,3

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

Z večanjem deleža hedge skladov v sicer tradicionalnem portfelju naložb postopoma dosežemo višjo donosnost, dokler je delež nižji od 50%, pa se postopno manjša tudi izpostavljenost tveganju. To pomeni, da je za učinkovito alokacijo premoženja potrebno investirati vsaj 50% sredstev v hedge sklade in da le zgornja polovica krivulje (glej sliko 12, str. 41) predstavlja učinkovite kombinacije tradicionalnih in alternativnih naložb. Sharpov koeficient portfelja je v tem primeru enkrat višji kot pri izključno tradicionalnih naložbah (iz vrednosti 0,6 se poveča na 1,2). Končna izbira najboljše izmed učinkovitih kombinacij pa je odvisna od investitorjevega nagnjena k tveganju. Manj nagnjeni k tveganju bi izbrali kombinacijo s čim nižjim deležem investicij v hedge sklade (vendar še vedno vsaj v višini 50%) in obratno. Z vključitvijo hedge skladov v portfelj sicer tradicionalnih oblik naložb torej dosežemo znižanje volatilitnosti ob enaki oziroma višji stopnji donosa.

Slika 12: Učinek večanja deleža hedge skladov v tradicionalnem portfelju



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2002.

6 PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE

Pomembno je, da investitor pozna tako pozitivne kot negativne učinke investiranja v hedge sklade in nato sam oceni, ali je pripravljen investirati v to alternativno obliko naložbe. Zato je to poglavje namenjeno povzetku vseh prednosti in slabosti panoge.

6.1 PREDNOSTI

V predhodnem poglavju (poglavje 5) je bila predstavljena atraktivnost investiranja v hedge sklade kot alternativa ali dopolnilo tradicionalnim oblikam naložb. Empirični testi so pokazali, da dosegajo v primerjavi s tradicionalnimi naložbami boljše razmerje med donosnostjo in tveganjem, še posebej v obdobjih manj stabilnih trgov vrednostnih papirjev. Še bolj kot za samostojno naložbo pa so hedge skladi primerni za razpršitev portfelja, saj zaradi nizke korelacije s tradicionalnimi naložbami povečajo učinkovitost portfelja. V nadaljevanju sledijo še ostale prednosti.

6.1.1 Dostop do novih strategij

Posamezni investitorji so omejeni pri uporabi tako kompleksnih tehnik in strategij investiranja, kot so značilni za hedge sklade. Za takšno investiranje so namreč potrebne temeljite tehnične in temeljne analize, ki zahtevajo precej specifičnega znanja in dobro

⁴⁵ Za izračun Sharpevega koeficienta je bila upoštevana netvegana obrestna mera v obdobju, ki je znašala 4,6%. V primeru 0-odstotnega deleža hedge skladov v portfelju je izračun sledeč: $SK = (0,014 - 0,046) / 0,094$

infrastrukturno podporo (Pichl, 2001, str. 87). Omejeni so tudi pri dostopu do manj razvitih trgov, ker za uspešno investiranje nimajo ustreznih informacij. Institucionalni investitorji imajo zaradi velikosti sicer lažji dostop do različnih trgov kot posamezniki, pri strategijah investiranja pa so prav tako omejeni zaradi prepovedi uporabe določenih tehnik investiranja. Hedge skladi tako omogočajo obema skupinama investitorjev dostop do specifičnih strategij investiranja in manj razvitih trgov.

6.1.2 Fleksibilnost upravljalcev pri investiranju

Upravljalci hedge skladov po zakonu niso omejeni pri izbiri finančnih produktov in načinu trgovanja, dovoljene so jim tako dolge kot tudi kratke pozicije. Prav tako niso omejeni pri uporabi finančnega vzvoda, s pomočjo katerega lahko tudi povišajo donosnost. V primerjavi z upravljalci tradicionalnih in nekaterih drugih alternativnih skladov so njihove omejitve resnično šibke, zaradi česar lahko dosežajo višjo donosnost. Fleksibilnost pri investiranju jim omogoča tudi hitro reagiranje na spremenjene tržne razmere, kar prav tako posredno vpliva na donosnost (Lederman, Klein, 1995, str. 34).

6.1.3 Praviloma zelo usposobljeni upravljalci

Panoga privablja najboljše upravljalce, ki večinoma prestopijo iz investicijskega bančništva ali iz vzajemnih skladov. Hedge skladi jim omogočajo fleksibilnost pri investiranju in v primeru uspešnega dela izredno dober zaslužek (Vickers, 2003, str. 68). Zaradi kompleksnosti strategij investiranja je panoga primerna predvsem za nadpovprečno sposobne in izkušene upravljalce, saj uspešnost poslovanja skladov temelji predvsem na sposobnostih upravljalca⁴⁶.

6.2 SLABOSTI

6.2.1 Pomanjkljiv institucionalni nadzor

Za večino investitorjev je pomanjkljiv institucionalni nadzor največji problem investiranja v hedge sklade, saj so tako manj zaščiteni pred izgubo investiranega premoženja. Z namenom zaščite investitorjev je bilo oblikovanih že nekaj predlogov o regulaciji panoge (Pichl, 2001, str. 67), vendar se predlagatelji vedno znova srečujejo z vprašanjem, če je nadzor sploh potreben. Največji skupini investitorjev, institucije in premožni posamezniki, sta namreč sposobni oceniti in prevzeti tveganje takšne naložbe. Šibka regulacija panoge postaja problematična predvsem v zadnjih letih, ko so hedge skladi zaradi nižjih zneskov minimalne investicije vedno bolj dostopni tudi povprečnim investitorje (Vickers, 2003, str. 68).

⁴⁶ S tem, ko se v zadnjih letih panoga zelo hitro širi, število ustreznih upravljalcev pa je omejeno, vstopajo v panogo tudi manj talentirani, pogosto pa predvsem manj izkušeni upravljalci (Vickers, 2003, str.68)

6.2.2 Poslovanje hedge skladov je lahko zelo tvegano

Svoboda hedge skladov pri izbiri strategij in finančnih produktov ima tudi negativno stran - v skrajnem primeru lahko pride do stečaja sklada in izgube celotnega investiranega premoženja, vzrok za to pa je lahko tudi en sam nepričakovani dogodek (kot je bilo v primeru LTCM sklada). Problematična je lahko visoka stopnja zadolženosti. Če se položaj na trgu ne spremeni v skladu s predvidevanji upravljavca, se zmanjša premoženje sklada. Delež razočaranih investitorjev lahko izstopi iz sklada, kar pomeni še dodatno znižanje sredstev in povečanje finančnega vzvoda. V skrajnem primeru lahko postane sklad nesposoben odplačati posojila.

Nadaljnji problem predstavlja uporaba izvedenih finančnih instrumentov in uporabo nekrite prodaje. Določen delež skladov (v skladu s podatki VAN slabih 30%; poglavje 3.2) namreč sploh ne uporablja tehnik varovanja pred tveganjem ali pa jih uporabljajo predvsem v špekulativne namene. Podobno kot uporaba finančnega vzvoda lahko tudi to povzroči stečaj hedge skladov.

6.2.3 Nizka likvidnost

Večina hedge skladov ne omogoča investitorjem kratkoročnega dostopa do investiranega kapitala. Obdobje vezave lahko traja od nekaj mesecev do več let. Razpoložljivost kapitala je navadno omejena le na konec meseca, kvartala ali koledarskega leta, po preteku odpovednega roka, ki traja v skladu s podatki VAN v povprečju 29 dni. Podobno velja tudi za vstop v hedge sklad. S tem je upravljavcem omogočeno bolj učinkovito investiranje (poglavje 3.2.3), saj bi morali imeti v nasprotnem primeru vedno del sredstev neinvestiranih. Glede na to, da investirajo v manj likvidne trge, bi to pomenilo visok oportunitetni strošek (Ineichen, 2000, str. 91).

6.2.4 Nizka transparentnost panoge

Zaradi izvzetja hedge skladov iz regulative jim je prepovedano vsakršno oglaševanje ter izražanje mnenj v medijih. Zato so informacije o specifičnem skladu dostopne le dobro poučenim investitorjem (poglavje 3.3.1). Posredniki informacij o hedge skladih na internetu ali v specializiranih revijah pa zaračunavajo ustrezno visoko provizijo.

6.2.5 Struktura stroškov

Dodatno tveganje za investitorje se skriva tudi v načinu zaračunavanja provizije, saj variabilni del provizije spodbuja upravljavce k bolj tveganemu poslovanju. Strukturo njihovega prihodka je mogoče obravnavati kot nakupno opcijo. Dokler je donosnost sklada nižja kot »high water mark«, prejmejo le fiksni del plačila, nato pa njihov dohodek raste premosorazmerno z donosnostjo. Upravljavci poskušajo predvsem preseči »high water mark«, zato poslujejo do te meje bolj tvegano kot kasneje, ko jo presežejo. Investitorji, na drugi

strani, pa tudi v primeru negativne donosnosti izgubljajo prenosorazmerno s premoženjem sklada in si ne želijo nesorazmerne izpostavljenosti tveganju (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 334-336).

6.2.6 Nepopolni podatki o panogi

Nepopolni podatki o panogi ne pomenijo neposredno slabo stran investiranja v hedge sklade, kljub temu pa negativno vplivajo na transparentnost panoge. Problematične so namreč pomanjkljive baze podatkov hedge skladov, na podlagi katerih se računajo indeksi panoge (HFRI, VHFI idr.). Po eni strani baze redno izključujejo sklade, ki zaradi neuspešnega poslovanja izstopijo iz panoge in tako prikazujejo višjo povprečno donosnost. Obstajajo pa tudi primeri, ko sklad posluje uspešno, vendar še vedno slabše od povprečja skladov v isti kategoriji. Če del investitorjev izstopi iz takega sklada, lahko postane poslovanje zaradi visokih fiksnih stroškov nesmiselno (Fung, Hsieh, 1999, str. 322). Primer ponazarja, da izstopajo iz panoge tudi skladi s solidno donosnostjo. Baze tudi ne vključujejo nekaterih najboljših hedge skladov, ki zaradi že dosežene ciljne kapacitete ne želijo sprejemati novih investitorjev in sklada ne tržijo več. Težko je oceniti, če prikazujejo baze podatkov preveč optimistično ali preveč pesimistično stanje v panogi. Liang (1999, str. 72-85) je proučeval ta problem v obdobju 1992 do 1996 in zaključil, da je vpliv manjkajočih podatkov smiselno zanemariti.

7 SKLEP

Donosnost hedge skladov je kljub visokim stroškom upravljanja v povprečju višja od tradicionalnih oblik naložb. Njihova prednost je tudi v nižji izpostavljenosti tržnemu tveganju, saj je uspešnost hedge skladov odvisna predvsem od dodane vrednosti upravljalcev in manj od tržnih gibanj. Hedge skladi so tako zaradi visoke povprečne donosnosti in nizke izpostavljenosti tržnemu tveganju bolj učinkovita naložba od tradicionalnih oblik. Medtem ko se kot samostojna naložba odlikujejo z ugodnim razmerjem med donosnostjo in tveganjem, so zaradi nizke korelacije s trgi vrednostnih papirjev še posebej primerni za razpršitev portfelja.

Upravljalci skladov niso omejeni pri uporabi investicijskih tehnik, zato lahko izkoriščajo neučinkovitosti na finančnih trgih z raznimi kompleksnimi strategijami investiranja. Nekateri skladi v celoti omejijo izpostavljenost portfelja tržnemu tveganju, nekatere strategije pa temeljijo na namerni, ciljni izpostavljenosti trgu vrednostnih papirjev in izkoriščanju dinamike tržnih gibanj. Heterogenost panoge omogoča investitorjem izbiro najbolj primerne hedge sklada glede na želeno izpostavljenost tveganju.

V zadnjem desetletju je zavedanje investitorjev o prednostih te alternativne oblike naložbe zelo poraslo, kar je vplivalo na povečanje celotnega volumna premoženja skladov iz 50 mlrd v letu 1990 na več kot 800 mlrd USD danes. Ponudba hedge skladov se prilagaja rastočemu povpraševanju in privablja vedno več izkušenih upravljalcev raznih tradicionalnih skladov ter

finančnih posrednikov, ki spodbujajo naložbe v hedge sklade. Po drugi strani pa vpliva razvoj ponudbe na rastočo transparentnost panoge, ki privablja vedno več investitorjev.

Hedge skladi predstavljajo vedno bolj pomembno alternativo tradicionalnim investicijskim skladom, v prihodnosti pa se bo njihov pomen zelo verjetno še povečal. Pozitivno bo na razvoj panoge vplivalo predvsem predvideno povečanje reguliranja skladov. Medtem ko zaenkrat med investitorji še vedno prevladujejo premožnejši posamezniki in institucionalni investitorji, ki so finančno sposobni investirati v več skladov in tako razpršiti tveganje, se bo v prihodnosti predvidoma povečal delež manjših investitorjev.

LITERATURA

1. Basso Thomas.: Some Leverage is Good, Too Much is Dangerous. [URL: <http://www.aima.org/aimasite/indexfrm.html>], 31.7.2003.
2. Beike Rolf, Schluetz Johannes: Finanznachrichten lesen-verstehen-nuetzen. 3. Auflage. Stuttgart : Schaeffer-Poeschel, 2001. 789 str.
3. Bekier Matthias: Marketing Of Hedge Funds. Bern : Lang, 1996. 559 str.
4. Blum Catherine: Integration nicht –traditioneller Asset Classes in die Vermoegensverwaltung von High Net Worth Individuals. Bern : Paul Haupt, 1997. 380 str.
5. Brigham Eugene F., Houston Joel F.: Fundamentals of Financial Management. 8.ed. For Worth : Dryden Press, 1998. 898 str.
6. Chandler Beverly: Investing With the Hedge Funds Giants. London : Financial Times, 1998. 209 str.
7. Crerend William J.: Fundamentals Of Hedge Fund Investing – A Professional Investor’s Guide. New York : McGraw-Hill, 1998. 183 str.
8. Cottier Philipp: Hedge Funds And Managed Futures. Bern : Paul Haupt, 1997. 292 str.
9. De Brouwer Gordon: Hedge funds in Emerging Markets. Cambridge : Cambridge University Press, 2001. 228 str.
10. Edwards Franklin, Liew Jimmy: Hedge Funds And Managed Futures. Journal of Derivatives, 6 (1999), 4, str. 45-64.
11. Eichengreen Barry J.: Hedge funds – What do we really know?. Washington DC : International Monetary Fund, 1999. 22 str.
12. Ferguson Kathleen, Rom Brian M.: Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age. The Journal of Investing, (1993), winter, str. 23-34.
13. Fung William, Hsieh David A.: A Primer on Hedge Funds. Journal of Empirical Finance, 6 (1999), str. 309-331.
[URL: <http://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/vitae.html>], 31.7.2003.
14. Goetzman William N., Ingersoll Jonathan Jr., Ross Stephen A.: High Water Marks. [URL: http://papers.ssm.com/paper.taf?ABSTRACT_ID=57933#PaperDownload], 31.7.2003.
15. Graf Steffen, Gruber Alfred, Gruenblicher Andreas: Private Equity und Hedge Funds. Frankfurt am Main : Frankfurter Allgemeines Buch, 2001. 349 str.
16. Hills Richard: Hedge funds – an Introduction to Skill Based Investment Strategies. Bedfordshire : Rushmere Wynne, 1996. 213 str.
17. Hull John C.: Options, Futures, & Other Derivatives. 4.ed. Upper Saddle River : Prentice-Hall, 2000. 698 str.
18. Ineichen Alexander M.: In Search of Alpha – Investing in Hedge Funds. London : UBS Werbung, 2000. 182 str.
19. Ineichen Alexander M.: The Search for Alpha continues. London : UBS Werbung, 2001, 133 str.
20. Klein Robert A., Lederman Jess: Hedge Funds – Investment And Portfolio Strategies For The Institutional Investor. New York : Irwin Professional Publishing, 1995. 312 str.
21. Klingersperger Birgit: Hedge Fonds in den USA und ausgewaehlten Laendern der EU. Wien : Wirtschaftsuniversitaet Wien, 2000. 186 str.
22. Lake Ronald A.: Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies. 2.ed. London : Euromoney Books, 1999. 446 str.
23. Lederman Jess, Klein Robert A.: Hedge Funds. New York : McGraw-Hill, Inc., 1995. 283 str.
24. Lhabitant Francois-Serge: Hedge Funds – Myths and Limits. London : John Wiley & Sons Ltd, 2002. 268 str.

25. Liang Bing: On The Performance of Hedge Funds. Financial Analysts Journal, 55 (1999), 4, str. 72-85.
26. Loistl Otto: Investmentbanking anhand von Rechenbeispielen. Wien : Wirtschaftsuniversitaet Wien, 2001. 480 str.
27. Martinson Jane: Memory Loss After Last Year's Trauma. Financial Times, 29.1.1998, str.24.
28. McCracken Sheelagh, Sheedy Elizabeth: Derivatives, The Risks that Remain. St Leonards : Allen Unwin, 1997. 218 str.
29. Pichl Andrea: Hedge Funds - eine praxisorientierte Einfuehrung. Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 2001. 102 str.
30. Sharpe William F.: Sharpe Ratio. [URL: <http://www-sharpe.stanford.edu/st.html>], 31.7.2003.
31. Schneeweis Thomas: Alternative Investments in the Institutional Portfolio. [URL: <http://www.aima.org/aimasite/indexfrm.htm>], 31.7.2003.
32. Schwalbe Jan: Sind Wandelanleihen zur Zeit zu teuer?. Finanz und Wirtschaft, 29.7.1998, str. 24.
33. Tchinkova Jana: Opportunities in Hedging. Ticker, (2002), 10. str. 80-81.
34. Vickers Marcia: The most powerful trader. BusinessWeek, New York, 21.7.2003, str. 66-71.
35. Wachberger Gerald.: Alternative Investment – Die Renaissance des schoepferischen Geistes. Wien : Erste Bank, 2000. 45 str.
36. Weber Thomas: Das Einmaleins der Hedge Funds – eine Einfuehrung fuer Praktiker in hochentwickelte Investmentstrategien. Frankfurt am Main : Campus Invest, 1999. 199 str.

VIRI

1. An Invitation from the SEC, Economist, Amsterdam, 15.5.2003.
2. Hedge Fund Resarch. [URL: http://www.hedgefundresearch.com/reports_auth], 31.7.2003
3. Managed Account Reports. [URL: <http://www.marhedge.com/mar/faq.html>], 31.7.2003.
4. TASS Management & Tremont Advisors. [URL: <http://www.tassresearch.com/overview.html>], 31.7.2003.
5. The Solution: Van Hedge Fund Advisors, Nashville, 15.12.2002.
6. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/style.html>], 31.7.2003.
7. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/glchart.html>], 31.7.2003.
8. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/charact.html>], 31.7.2003.
9. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/hedge.html>], 31.7.2003.
10. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/definit.html>], 31.7.2003.
11. Van Hedge Fund Advisors. [URL: <http://www.vanhedge.com/leverage.html>], 31.7.2003.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

- Accredited Investor* – pooblaščani investitor
Benchmark – kriterij za primerjavo
Buying on Margin – nakup z marginalnim računom
Capital Asset Pricing Model – CAPM model
Cash Account Transaction – denarna transakcija
Cash versus Futures - gotovina/futures pogodbe
Commodity – blago
Convertible Arbitrage – arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti
Corporate versus Treasury Yield Spread – podjetniški razpon
Directional Strategy – usmeritvena strategija
Distressed Securities – vrednostni papirji podjetij v težavah
Downside Risk – tveganje padca vrednosti
Emerging Market Funds – skladi trgov v razvoju
Event Driven Strategy – z dogodkom pogojena strategija
Fixed Income Arbitrage – arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa
Fund of Funds – krovni (hedge) sklad
General Partner - komplementar
High Water Mark – meja premoženja, ki jo mora sklad preseči v primeru pretekle izgube preden prejme upravljavec spodbujevalno provizijo
Hedge Fund – hedge sklad
Hedging – varovanje pred tveganjem
Hurdle Rate – minimalna stopnja donosa, ki jo mora sklad preseči, da prejme upravljavec spodbujevalno provizijo
Incentive Fee – spodbujevalna provizija
Investment Company- investicijska družba
Limited Liability Company- družba z omejeno odgovornostjo
Limited Partner - komandist
Limited Partnership – komanditna družba
Long Position – dolga pozicija
Long Put Option – nakup prodajne opcije
Long/Short Strategy – strategija dolgih/kratkih pozicij
Macro Funds – makro skladi
Managed Futures Fund - futures sklad
Management Fee – upravljalna provizija
Margin Account Transaction – transakcija z marginalnim računom
Merger/Risk Arbitrage - arbitraža zdužitve/ tveganja
Municipal Bond versus Treasury Yields Spread - razpon donosnosti javnih/zakladnih obveznic
Off-shore – območje z ugodno zakonodajo
Portfolio Selection Model - model oblikovanja portfelja
Private Equity Fund – sklad privatnega kapitala
Qualified Investor – dobro poučeni investitor
Regulation D Funds- skladi regulative D
Relative Value/Arbitrage Strategy – strategija relativne vrednosti/arbitražne strategije
Sector Funds – sektorski skladi
Short Call Option – prodaja nakupne opcije

Short Funds – skladi kratkih pozicij
Short Selling – nekrita prodaja
Short Position – kratka pozicija
Spread – razpon (med dvema vrednostima)
Strike – izvršilna cena opcije
Upside Potential – potencial rasti
Venture Capital Fund – sklad tveganega kapitala
Yield Curve Arbitrage - arbitražna krivulje donosnosti